

Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht

Theodor Baums / Matthias Möller*

I. Einleitung

Der deutsche Markt für Venture Capital (VC) ist trotz erfreulicher Fortschritte insbesondere in den letzten drei Jahren im Vergleich zum weltweit größten VC-Markt in den USA unterentwickelt.¹ Venture Capital-Investitionen beliefen sich in Deutschland im Jahr 1996 auf 0,04% des Bruttoinlandsproduktes, weniger als ein Drittel des U.S.-amerikanischen Niveaus. Obwohl seither ein deutlicher Anstieg zu verzeichnen ist, hat der deutsche VC-Markt mit einem Fondsvolumen von ca. 18,6 Milliarden DM nach jüngsten Angaben nur etwa ein Achtel der Größe des amerikanischen Marktes.²

Von amerikanischer Seite wird gelegentlich die Inflexibilität des deutschen Aktienrechts als einer der Gründe genannt, die eine an den Bedürfnissen der Unternehmen orientierte Ausgestaltung der Gesellschaften nicht zuließen.³ Diesen Bedenken soll hier nicht lediglich entgegengehalten werden, für VC-Finanzierungen in Deutschland könne man auf das flexiblere Recht der Personengesellschaften oder der Gesellschaft mit beschränkter Haftung zurückgreifen. Obwohl dies sicherlich zutrifft und wohl auch noch der üblichen Praxis entspricht, lassen sich gute Gründe für eine möglichst frühzeitige aktienrechtliche Ausgestaltung der VC-Finanzierung anführen. In der Praxis ist denn auch zunehmend festzustellen, daß gerade Unternehmen der Wachstumsbranchen (Software, Multimedia, etc.) frühzeitig, wenn nicht sogar ab Gründung, die Rechtsform der AG bevorzugen.

* Die Verf. danken der Deutschen Ausgleichsbank, Bonn, für finanzielle Förderung.

¹ Vgl. Baums/Gilson, 'The Legal Infrastructure of the German Venture Capital Market' in: International Corporate Law Group (Hrsg.), *Alternative Forms of Organizations* (Vol. 1., 1999), S. 79, 80f.

² Rudolph, 'Intermediäre zwischen Gründung und Börsengang', SZ 1999, Nr. 160, S.29.

Schon im Hinblick auf ein „Initial Public Offering“ (IPO), den bevorzugten Beteiligungsexit für die Wagnisfinanziers in den USA, ist die Aktie als Finanzierungsinstrument nach deutschem Börsenrecht (§§ 38, 71, 78 BörsG) zwingend.⁴ Zwar steht auch die Rechtsform der KGaA und, seit der Anerkennung durch den BGH⁵ im Jahre 1997, auch die der GmbH & Co KGaA zur Verfügung. Am Kapitalmarkt bleiben diese Rechtsformen jedoch erklärungsbedürftig.⁶ Sowohl Börsenanalysten als auch ausländische Investoren bevorzugen die für klare rechtliche Verhältnisse stehende Stammaktie.⁷

Ein weiteres Argument für die Aktiengesellschaft ist die mit dieser Rechtsform verbundene Reputation, die sowohl für Spitzenarbeitskräfte als auch für Investoren ein wichtiges Kriterium bildet. Darüber hinaus ermöglicht die Aktiengesellschaft Arbeitnehmerbeteiligungsmodelle, die für die Wagniskapitalfinanzierung besondere Bedeutung haben (z.B. Aktienoptionspläne). Schließlich mag auch die Vergleichbarkeit amerikanischer „shares“ mit Aktien insbesondere für ausländische Investoren für die Wahl der Aktiengesellschaft als Rechtsform sprechen.

Das U.S.-amerikanische Modell der Venture Capital-Finanzierung ist entwickelt worden, um die besonderen Anreiz- und Informationsprobleme bei der Finanzierung häufig sehr junger, mit hohen Risiken behafteter Unternehmen zu bewältigen.⁸ Daher liegt die Frage nahe, ob sich diese spezifischen Regelungen auch nach deutschem Aktienrecht nachbilden lassen. Bevor jedoch Details erörtert werden können, sind zuvor kurz die typischerweise an einer Wagniskapitalfinanzierung Beteiligten und ihre Rollen vorzustellen.⁹

³ Romano, *The Genius of American Corporate Law* (Washington D.C., 1993), S. 139; zur Kritik von deutscher Seite siehe auch Lorz, 'Die GmbH & Co. KGaA und ihr Weg an die Börse', in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), *Gesellschaftsrecht in der Diskussion, Jahrestagung 1998* (Köln, Band 1, 1999), S. 57, 60ff.

⁴ Baums, 'Aktienmarkt und Finanzierung kleiner Unternehmen', *ZIP* 1997, S. 1942, 1943; Jäger, 'Thema Börse: Wahl der richtigen Rechtsform', *NZG* 1999, S. 101, 102.

⁵ BGH, *ZIP* 1997, S. 1027.

⁶ Jäger, s. Fn 4, S. 101, 104; Harrer/Heidemann, 'Going Public - Einführung in die Thematik', *DSfR* 1999, S. 254, 255.

⁷ Nachw. bei Ziegenhain/Helms, 'Der rechtliche Rahmen für das Going Public mittelständischer Unternehmen', *WM* 1998, S. 1417 in Fn 3a; *Vision & Money* 4/1998, S. 10.

⁸ Ausführliche Darstellungen und Analysen des U.S. amerikanischen Modells, Benton/Gunderson, 'Portfolio Company Investments', in: Halloran u. a. (Hrsg.), *Venture Capital and Public Offering Negotiation* (New York, 3rd ed., 1997), § 6ff; Sahlman, 'The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations' (1990) *Journal of Financial Economics*, 27, S. 473, 503ff.; Baums/Gilson, s. Fn 1, S. 79ff.

⁹ Dazu demnächst ausführlich Möller, *Rechtsformen der Wagnisfinanzierung*, Jur. Diss. Osnabrück.

II. Wagniskapitalgeber, Managementgesellschaft und Beteiligungsunternehmen

Eine der Besonderheiten der Wagniskapitalfinanzierung besteht darin, daß die Investoren sich nicht unmittelbar an einer Portfoliogesellschaft mit Risikokapital beteiligen, sondern mittelbar, über eine Fondsgesellschaft. Auf der Ebene der Fondsgesellschaft findet wiederum eine für das Wagniskapitalgeschäft charakteristische Aufspaltung in Finanzierungs- und Managementfunktion statt.

In den USA wird das Venture Capital-Geschäft von *private independent venture capital companies* dominiert. Diese bestehen zunächst aus einer Managementgesellschaft, die häufig in der Rechtsform einer (*general* oder *limited*) *partnership* oder aber auch einer *corporation* betrieben wird. Diese Managementgesellschaften gründen Fondsgesellschaften, typischerweise in der Rechtsform der *limited partnership*. Managementgesellschaft und Fondsgesellschaft bilden die *venture capital company*, wobei die Managementgesellschaft regelmäßig die Stellung des *general partner* in der Fondsgesellschaft einnimmt.¹⁰ Typischerweise betreibt eine Managementgesellschaft je nach ihrer Managementkapazität mehrere Fondsgesellschaften, die in gewissem zeitlichem Abstand nacheinander gegründet werden. In den Fondsgesellschaften wird das von den Investoren eingeworbene Kapital angesammelt. Diese Fondsgesellschaften, die eine begrenzte Lebensdauer (8-10 Jahre) haben, beteiligen sich wiederum an mehreren sogenannten Portfolio- oder Beteiligungsunternehmen, um diese in ihrer Entwicklung zu erfolgreichen Unternehmen mit Kapital und Management-Know How (*smart money*) zu unterstützen. Die Beteiligungsunternehmen sind überwiegend als *close corporations* organisiert. Am Ende der Beteiligung steht der Verkauf oder Ausstieg (*exit*), von dem sich die Wagniskapitalgeber einen erheblichen Gewinn als Entgelt für ihre Risikofinanzierung und Managementunterstützung versprechen.

¹⁰ Im weiteren Verlauf der Untersuchung werden für die Einheit aus Managementgesellschaft und Fondsgesellschaft die Begriffe Wagniskapitalgeber oder Wagniskapitalfinanzier verwendet.

Eine der Besonderheiten des deutschen Venture Capital-Marktes im Vergleich mit dem amerikanischen Markt liegt darin, daß die deutschen Venture Capital-Gesellschaften überwiegend Tochtergesellschaften von Kreditinstituten sind. Meist handelt es sich dabei um sogenannte *captives*, in denen sowohl die Managementkapazität als auch das investierte Kapital vornehmlich von der Mutterbank selbst stammt. Auch die Wahl der Rechtsform für das Beteiligungsunternehmen fällt bei weitem nicht so einheitlich aus wie in den USA; neben GmbH und KG oder GmbH & Co KG ist eben auch die AG anzutreffen.

Erfolg und Mißerfolg einer Wagniskapitalfinanzierung hängen entscheidend auch vom rechtlichen Rahmen ab. Unsere Studie befaßt sich nur mit einem kleinen Ausschnitt, nämlich der Gestaltung der Finanzierungsbeziehung zwischen Wagniskapitalgeber und Beteiligungsunternehmen. Eine entscheidende Rolle spielt in diesem Zusammenhang die Rechtsform des Beteiligungsunternehmens. Die folgenden Ausführungen beschränken sich insoweit auf die Aktiengesellschaft. Zu überprüfen ist, ob trotz der rigiden, meist zwingenden Regeln des deutschen Aktienrechts (vgl. § 23 Abs.5 AktG) die Aktiengesellschaft als Rechtsform für ein Beteiligungsunternehmen im Rahmen einer Wagniskapitalfinanzierung in Betracht kommt, wieweit und mit welchen Modifikationen sich das amerikanische Modell, das sich unter ganz anderen gesellschaftsrechtlichen Bedingungen so erfolgreich entwickeln konnte, auch nach deutschem Recht nachbilden läßt.

III. Staged Financing

1. Allgemeines

Venture Capital-Finanzierungen sind typischerweise durch *staged financing* gekennzeichnet. Der Wagniskapitalgeber stellt die sukzessive vom Beteiligungsunternehmen benötigten Mittel nicht sofort in vollem Umfang zur Verfügung. Die Finanzierung erfolgt vielmehr in mehreren aufeinander folgenden Runden, abgestellt auf den jeweils auftretenden Bedarf. Entscheidend ist, daß der investierende Fonds nicht zur Teilnahme an der jeweils nachfolgenden Finanzierungsrunde verpflichtet sein soll.

2. Technische Umsetzung

Im U.S.-amerikanischen Recht wird dies technisch durch die Trennung der Unterzeichnung des *purchase agreement* von mehreren *closings* verwirklicht. Mit jedem *closing* erhält das Venture Capital-Unternehmen einen Teilbetrag des vorgesehenen Kapitals. Jedes *closing* ist durch das Erreichen bestimmter *milestones* aufschiebend bedingt.¹¹ Als *milestone* kommen sowohl finanzielle Ziele als auch produktionsorientierte Ziele, wie z.B. die Fertigstellung eines Prototyps, das Bestehen unterschiedlicher Testverfahren, die Serienproduktionsreife, oder der Erhalt von Genehmigungen, in Betracht.¹² In jeder Finanzierungsrunde wird dem Beteiligungsunternehmen nur so viel Kapital zur Verfügung gestellt, wie es benötigt, um den nächsten *milestone* zu erreichen.¹³ Verfehlt das Beteiligungsunternehmen den nächsten *milestone* im vereinbarten Zeitraum, so hat der Wagniskapitalfinanzier zwei Sanktionsmöglichkeiten: Er kann seine Zahlungen von der Übertragung weiterer, zusätzlicher Gesellschaftsanteile abhängig machen oder aber sogar die Finanzierung ganz einstellen.¹⁴ Spiegelbildlich zum Recht, die Finanzierung bei Verfehlen der *milestones* einzustellen, sichern die Wagniskapitalgeber sich durch *preemptive rights*

¹¹ Bartlett, *Venture Capital* (New York u.a., 1988), § 10.1 (c) S. 194f.

¹² Testa, 'The Legal Process of Venture Capital Investment', in: Pratt (Hrsg.), *Pratt's Guide to Venture Capital Sources* (Wellesley Hills, Mass., 18th ed., 1994), S. 67; Bartlett, s. Fn 11, § 10.1 (c) S. 215; kritisch zur Verwendung von „milestones“ Bagley/Dauchy, *The Entrepreneur's Guide to Business Law* (Palo Alto, 1997), S. 221.

¹³ Baums/Gilson, s. Fn 1, S.84, 85; Sahlman, s. Fn 8, S. 473, 503.

¹⁴ Bartlett, s. Fn 11, § 10.1 (c), S. 215; Sahlman, s. Fn 8, S. 506, 507.

(Bezugsrechte) oder durch *rights of first refusal* (Vorkaufsrechte) die Möglichkeit, bei erfolgreichem Geschäftsverlauf an weiteren Finanzierungsrunden teilzunehmen.¹⁵ Die *preemptive rights* werden durch Gesetz oder durch Satzung gewährt. Sie sind darauf gerichtet, dem Gesellschafter bei weiteren Emissionen seine prozentuale Beteiligung zu erhalten.¹⁶ Die vertraglichen *rights of first refusal* können hierüber hinausgehen. Sie können den Wagniskapitalgeber berechtigen, die gesamte Neuemission zu erwerben.¹⁷

3. Wirkung

Das *staged financing* ist einer der wichtigsten Mechanismen, um der unterschiedlichen Informationsverteilung zwischen Wagniskapitalfonds und Beteiligungsunternehmen und den sich daraus ergebenden Problemen zu begegnen.¹⁸ Verweigert der Fonds die weitere Finanzierung, weil z.B. erneut ein *milestone* nicht erreicht wurde, so wird es dem Beteiligungsunternehmen nur schwer möglich sein, neue, andere Investoren zu gewinnen. Das Verhalten der besser informierten Wagniskapitalgeber signalisiert dem Markt und damit potentiellen Neu-Investoren, daß sich ein Investment in diesem Unternehmen nicht empfiehlt. Die Gründer des Beteiligungsunternehmens werden sich im Wissen um diese Signalwirkung noch deutlicher um die planmäßige Erfüllung der *milestones* bemühen. Die Interessen der Wagniskapitalfinanziers und der Gründerunternehmer werden daher durch das *staged financing* in eine gewisse Übereinstimmung gebracht.¹⁹

Erreicht das Beteiligungsunternehmen den nächsten *milestone*, so reduziert dies die Unsicherheiten des Wagniskapitalfinanziers bei der Beurteilung der Erfolgsaussichten. Er wird auch ohne

¹⁵ Sahlman, s. Fn 8, S.473, 507; Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 9, S. 9-31ff.

¹⁶ Siehe zu den unterschiedlichen Ausgestaltungen in den „Corporation Laws“ als „opt in“ oder „opt out“-Regelung Hamilton, *Corporations* (St. Paul, 6.ed.,1998), S. 357, 358.

¹⁷ Testa, s. Fn 12, S. 65, 73.

¹⁸ Sahlman, s. Fn 8, S. 506.

¹⁹ Siehe dazu auch Gomper, 'Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital', (1995) *Journal of Finance*, S. 1461, 1466; Baums/Gilson, s. Fn 1, S. 92; Sahlman, s. Fn 8, S. 507.

vertragliche Verpflichtung weiteres Kapital zur Verfügung stellen.²⁰ Eine weitere Wirkung des *staged financing* besteht in folgendem: Es hält die dem Management des Beteiligungsunternehmens zur Verfügung stehenden Mittel knapp. Dadurch wird das Management angehalten, die vorhandenen Mittel effizient einzusetzen, um den nächsten *milestone* zu erreichen (Reduzierung von *moral hazard*).²¹ Auch trägt das *staged financing* zu einer realistischen Darstellung des *business plan* bei. Übertrieben positive Darstellungen könnten zu hohe Anforderungen in den *milestones* zur Folge haben. Das Beteiligungsunternehmen würde sich dadurch in die Gefahr von Sanktionen für das Verfehlen von *milestones* begeben. Ein realistischer *business plan* als Entscheidungsgrundlage des Wagniskapitalgebers für sein Investment reduziert wiederum Informationsasymmetrien.

Ohne *staged financing* wäre der Wagniskapitalfinanzier einem höheren Investitionsrisiko ausgesetzt. Um das höhere Risiko zu kompensieren, müßte er für den selben Kapitalbetrag eine ausgleichende Risikoprämie mittels höherer Beteiligung am Zielunternehmen fordern. Den Gründerunternehmern wird daher durch das *staged financing* die Chance gegeben, ihren Kapitalbedarf durch eine geringere Beteiligung des Kapitalgebers zu decken, als es ihnen in einer *up-front*-Finanzierung möglich wäre.

4. Schutz vor Mißbrauch

Theoretisch könnte der Wagniskapitalgeber das *staged financing* zu opportunistischen Zwecken mißbrauchen und z.B. die Konditionen in weiteren Finanzierungsrunden zu Lasten des Beteiligungsunternehmens verschlechtern. Ein solches Verhalten wird jedoch durch den Reputationsverlust begrenzt, der bei Bekanntwerden solcher Praktiken auf dem Markt für

²⁰ Baums/Gilson s. Fn 1, S. 85.

²¹ Sahlman, s. Fn 8, S. 507.

Wagniskapital für die betreffende Finanzierungsgesellschaft einträte.²² Bei schlechter Reputation würden dem Wagnisfinanzier keine aussichtsreichen Beteiligungsmöglichkeiten mehr angeboten werden.

5. Staged financing im deutschen Aktienrecht

a) Freie Finanzierungsentscheidung des Aktionärs

Die Verpflichtung des Aktionärs, zur Kapitalaufbringung beizutragen, ist in § 54 Abs. 1 AktG auf den Nennbetrag der von ihm übernommenen Aktien oder durch den höheren Ausgabebetrag begrenzt.²³ Dies bedeutet, daß darüber hinausgehende körperschaftliche Verpflichtungen nicht begründet werden können.²⁴ Insbesondere besteht für den Aktionär keine Nachschußpflicht.²⁵ Er hat demnach immer selbst darüber zu entscheiden, ob er sein finanzielles Engagement in der Gesellschaft im Rahmen einer Kapitalerhöhung ausweiten will. Soweit nicht andere Motive für eine Ausweitung des finanziellen Engagements sprechen, wird es dem Management nur dann möglich sein, von den Aktionären durch Kapitalerhöhung „frisches“ Kapital zu erhalten, wenn es die versprochenen Unternehmensziele (*milestones*) erreicht hat. Dem Wagniskapitalgeber als Aktionär ist somit unbenommen, sich nicht an weiteren Finanzierungsrunden zu beteiligen, wenn vereinbarte *milestones* nicht erreicht wurden. Daran ändert auch eine in der Hauptversammlung mit der erforderlichen Mehrheit beschlossene Kapitalerhöhung nichts. Es mag zwar eine gesellschaftliche Treuepflicht geben, einer Kapitalerhöhung zuzustimmen.²⁶ Dies und die entsprechende

²² Baums/Gilson, s. Fn 1, S. 95.

²³ Hüffer, *AktG* (München, 4. Aufl., 1999), § 54, Rn 2.

²⁴ Lutter in: Zöllner (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz* (Köln u.a., Bd. I, 2. Aufl., 1988), § 54, Rn 14.

²⁵ Barz in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), *Großkommentar zum AktG* (Berlin, New York, Bd. I/1, 3. Aufl., 1971), § 54, Anm. 4; Hefermehl/Bungeroth, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. I., 1. Aufl., 1983), § 54, Rn 20.

²⁶ Hefermehl/Bungeroth in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. IV., 1. Aufl., 1988), § 182, Rn 7.

Beschlußfassung über die Kapitalerhöhung verpflichtet aber niemanden persönlich, auch nicht die zustimmenden Aktionäre, zur Zeichnung der neuen Aktien.²⁷

b) Recht auf Teilnahme an weiteren Finanzierungsrunden

Das gegenläufige Interesse der Wagniskapitalgeber, sich bei günstiger Unternehmensentwicklung an einer Kapitalerhöhung beteiligen zu *können*, wird durch das gesetzliche Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 AktG geschützt. Das Bezugsrecht gibt jedem Aktionär die Möglichkeit, seine Beteiligungsquote aufrechtzuerhalten.²⁸ Der Aktionär kann verlangen, daß ihm entsprechend seiner bisherigen Beteiligung am Grundkapital Aktien aus der Kapitalerhöhung zugeteilt werden.²⁹ Dieses den Aktionär schützende Mitgliedschaftsrecht, seine Beteiligungsquote aufrechterhalten zu können, kann nur ausnahmsweise, unter strengen, zwingenden formellen und materiellen Voraussetzungen ausgeschlossen werden. Neben die Mehrheitserfordernisse für den Bezugsrechtsausschluß im Kapitalerhöhungsbeschluß nach § 186 Abs. 3 S. 3 und 4 AktG treten als weitere Wirksamkeitsvoraussetzung, wenn verschiedene Aktiengattungen bestehen, Sonderbeschlüsse nach § 182 Abs. 2 AktG.³⁰ Demnach kann gegen den Willen der Wagniskapitalgeber, die regelmäßig als einzige Vorzugsaktionäre über die für den Sonderbeschluß erforderliche $\frac{3}{4}$ Mehrheit des bei Beschlußfassung anwesenden Kapitals verfügen werden, kein Bezugsrechtsausschluß durchgesetzt werden. Sollten sich dennoch ausnahmsweise die für einen Bezugsrechtsausschluß erforderlichen Mehrheiten finden lassen, was denkbar ist, wenn verschiedene Wagniskapitalfonds als Vorzugsaktionäre beteiligt sind, so gewähren die erheblichen materiellen Anforderungen an einen Bezugsrechtsausschluß dem einzelnen Vorzugsaktionär wirksamen Schutz. Diese in der Rechtsprechung des BGH entwickelten materiellrechtlichen Voraussetzungen³¹ fordern, daß der Bezugsrechtsausschluß sich sachlich rechtfertigen läßt.³² Im einzelnen muß der

²⁷ K. Schmidt, *GesR.* (Köln u.a., 3. Aufl., 1997), § 29 III 2 a), S. 904; Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 26, § 182 Rn 7, § 186, Rn 15.

²⁸ K. Schmidt, s. Fn 27, § 29 III 2 d).

²⁹ Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 26, § 186, Rn 14.

³⁰ Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 26, § 186, Rn 93.

³¹ *BGHZ* 71, S. 40, 44 („Kali + Salz“).

³² K. Schmidt, s. Fn 27, § 29 III 2 d), S. 908.

Bezugsrechtsausschluß im Interesse der Gesellschaft liegen; er muß erforderlich sein, um das angestrebte Ziel zu erreichen, und bei einem Vergleich der Vorteile für die Gesellschaft und der Nachteile der betroffenen Aktionäre muß der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit gewahrt sein.³³

Wegen dieser formellen und materiellen Zulässigkeitsvoraussetzungen steht ein die Interessen der Wagniskapitalfinanziers verletzender Bezugsrechtsausschluß nicht zu befürchten. Die durch Gesetz und Rechtsprechung aufgestellten Regeln für Kapitalerhöhung und Bezugsrechtsausschluß gewähren demnach schon ohne weitere vertragliche Abmachungen die Möglichkeit eines *staged financing* bei der Aktiengesellschaft.

Denkbar und zulässig sind ergänzende schuldrechtliche Absprachen, mittels derer sich die Wagniskapitalgeber persönlich bei Erreichen von *milestones* zur Teilnahme an Kapitalerhöhungen oder zu anderen Finanzierungsleistungen gegenüber der Gesellschaft oder auch den anderen Aktionären (Gründerunternehmer) gegenüber verpflichten können.³⁴

Soll den Wagniskapitalgebern über das gesetzliche Bezugsrecht hinaus die Möglichkeit eingeräumt werden, sämtliche aus einer Kapitalerhöhung hervorgehenden Aktien zu erhalten, so kann auch dies rechtlich abgesichert werden. Ein sachlicher Grund für den Bezugsrechtsausschluß ist nämlich dann nicht erforderlich, wenn er mit Zustimmung aller betroffenen Aktionäre beschlossen wird.³⁵ Die Gründerunternehmer können sich im Rahmen einer Stimmrechtsvereinbarung verpflichten, auf Verlangen des Wagnisfinanziers dem Ausschluß ihres Bezugsrechts zuzustimmen.³⁶

IV. Convertible preferred stock

³³ BGHZ 71, S. 40, 46; Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 26, § 186, Rn 105 mit weiteren Nachweisen.

³⁴ Lutter, s. Fn 24, § 54, Rn 22ff; Barz, s. Fn 25, § 54 Anm. 10ff; Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 54, Rn 26ff.

³⁵ Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 26, § 186, Rn 104.

³⁶ Zur Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit solcher Stimmrechtsvereinbarungen siehe Noack, *Gesellschaftervereinbarungen bei Kapitalgesellschaften* (Tübingen, 1994), S. 319.

1. Allgemeines

In den USA wird in Venture Capital-Finanzierungen bevorzugt *convertible preferred stock* eingesetzt.³⁷ Die Wagniskapitalfinanziers erhalten *convertible preferred shares*, die Gründerunternehmer *common shares*. Der Einsatz von *preferred stock* ist zum einen steuerlich motiviert. Die Ausgestaltung der *preferred shares* mit gegenüber den *common shares* vorrangigen Rechten ermöglicht es, diese mit einem deutlich höheren Preis zu bewerten als die *common shares*. Damit erhalten die Gründerunternehmer und später auch Arbeitnehmer die Möglichkeit, zu einem deutlich günstigeren Preis *common shares* zu erwerben, ohne daß damit ein zu besteuender Vorgang stattfindet.³⁸ Die Wagniskapitalfinanziers können durch Einsatz von *preferred stock* den Löwenanteil des benötigten Kapitals aufbringen, ohne eine mehrheitliche Beteiligung übernehmen zu müssen. Darüber hinaus gewähren die vorrangigen Rechte des *preferred stock* dem Wagniskapitalgeber gesteigerten Schutz. Anders als beim Einsatz von Fremdkapital wird dadurch jedoch nicht das „*Up-side Potential*“ beschränkt.

Wie sich aus § 11 AktG und § 12 AktG ergibt, steht auch in Deutschland der Schaffung von Aktien mit vorrangigen Rechten nicht das Gleichbehandlungsgebot des § 53 a AktG entgegen. Solche mit vorrangigen Rechten ausgestattete Aktien sind grundsätzlich auch stimmberechtigt. Stimmrechtslose Vorzugsaktien können nur unter den einschränkenden Voraussetzungen der §§ 139 ff AktG geschaffen werden.³⁹ Anders als stimmrechtslose Vorzugsaktien, deren Ausgabe nach § 139 Abs. 2 AktG nur in begrenztem Umfang zugelassen ist, können Vorzugsaktien mit Stimmrecht unbegrenzt ausgegeben werden.⁴⁰

Im folgenden wird es darum gehen, die besonderen Charakteristika der *convertible preferred shares* darzustellen und zu prüfen, ob sie sich nach deutschem Aktienrecht nachbilden lassen.

³⁷ Sahlman, s. Fn 8, S. 473, 504; Baums/Gilson, s. Fn 1, S. 79, 84.

³⁸ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 6, S.6-7; Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 202.

³⁹ Hüffer, s. Fn 23, § 139 Rn 4ff, Bezenberger, *Vorzugsaktie ohne Stimmrecht* (München, 1991), S. 88.

⁴⁰ Ebeling, *Beteiligungsfinanzierung personenbezogener Unternehmen* (Aachen, 1987), S. 115.

2. Dividend preference

a) Gewinnvorab

Die *preferred shares* vermitteln ein Dividendenvorrecht, das eine Vorabverteilung des Gewinns an die Wagniskapitalgeber in Höhe eines bestimmten Betrags (häufig ein auf das eingesetzte Kapital bezogener Prozentsatz) vorsieht. Erst wenn den Wagniskapitalfinanziers dieser Betrag zugeteilt werden konnte, nehmen auch die Gründerunternehmer als *common stock*-Inhaber an der Verteilung eines darüber hinausgehenden Gewinns teil. Nehmen die *preferred stock*-Inhaber nach Erhalt ihres Vorab auch noch an der Verteilung der verbleibenden, zur Ausschüttung frei gegebenen Erträge teil, spricht man von *participating preferreds*.⁴¹

b) Nachzahlungsrechte

Das Dividendenvorrecht wird, je nachdem wann die *common stock*-Inhaber an einer Gewinnverteilung teilnehmen, in eine *cumulative*, *cumulative if earned* oder *non-cumulative preference* unterschieden. Die *cumulative preference* erlaubt eine Gewinnausschüttung auf die *common shares* erst, wenn die Inhaber der *preferred shares* Nachzahlungen für die in vorangegangenen Jahren ausgefallenen Dividenden erhalten haben. Dies gilt unabhängig davon, ob eine Dividende überhaupt hätte gezahlt werden dürfen.⁴² Die *cumulative if earned*-Regelung sieht eine Nachzahlungsverpflichtung nur vor, soweit die Erträge der Gesellschaft eine Dividendenzahlung zugelassen hätten.⁴³ Danach dürfen Auszahlungen auf *common stock* auch dann vorgenommen werden, wenn in vorangegangenen Perioden mangels ausreichender Erträge keine Dividenden an die *preferred stock*-Inhaber gezahlt worden sind. Im Fall von *non-cumulative dividends* besteht in keinem Fall eine Nachzahlungsverpflichtung. Danach können Dividenden an

⁴¹ O'Neal/Thompson, *O'Neals Close Corporations: law and practice* (Wilmette, Ill., Vol. 1, 3rd ed., 1986-), § 3.31.

⁴² Coben/Woronoff, 'Types of Securities', in: Harroch (Hrsg.), *Start-up & Emerging Companies* (New York, Vol. 1, Rev. ed., 1998), § 8.02(4), S. 8-15.

⁴³ Coben/Woronoff, s. Fn 42, § 8.02 (4), S. 8-15.

common stock-Inhaber gezahlt werden, nachdem die Vorzugsaktionäre ihre Dividenden für das aktuelle Geschäftsjahr bezogen haben.⁴⁴

Bei *Start-up* Unternehmen wird regelmäßig eine *non-cumulative* Regelung getroffen, da weder die Wagniskapitalgeber noch die Gründerunternehmer in dieser Phase eine Dividendenausschüttung für möglich halten.⁴⁵ Dem Interesse des Wagniskapitalgebers an einer möglichst früh einsetzenden „Mindestverzinsung“ kann dadurch Rechnung getragen werden, daß die *non-cumulative preference* nach einer bestimmten Zeit in eine *cumulative preference* umschlägt.

c) Sanktionsmöglichkeiten und Wirkungen des Dividendenvorrechts

Für den Fall, daß mehrfach keine Dividenden ausgeschüttet wurden, können Sanktionen vorgesehen werden. Den Wagniskapitalgebern kann z.B. ein Anspruch auf weitere Gesellschaftsanteile oder das Recht, den *board of directors* neu zu besetzen, eingeräumt werden.⁴⁶

Neben dem steuerlichen Aspekt (Rechtfertigung des höheren Preises der *preferred shares*) und dem Interesse der Wagnisfinanziers an einer bevorrechtigten Mindestverzinsung tragen die Dividendenvorrechte auch Anreiz- und Informationsproblemen Rechnung. Die Gründerunternehmer als Inhaber von *common stock* können nur dann eine Verzinsung ihres Investments erreichen, wenn der von ihnen erwirtschaftete Überschuß über den zur Befriedigung des Dividendenvorrechts erforderlichen Betrag hinausgeht. Das Dividendenvorrecht trägt somit zur optimalen Verwendung des bereitgestellten Kapitals bei und motiviert die Gründerunternehmer, ihren Arbeitseinsatz zu maximieren. Einer solchen Ausgestaltung des Dividendenvorrechts werden nur solche Gründerunternehmer zustimmen, die sich und ihrer Geschäftsidee zutrauen, entsprechende Erträge zu erzielen (es sei denn, bereits ihre laufende Vergütung als Vorstände würde sie hinreichend entschädigen). Somit reduziert das Dividendenvorrecht auch das Informationsproblem der Wagniskapitalgeber bei ihrer Investitionsentscheidung.

⁴⁴ O'Neal/Thompson, s. Fn 41, § 3.32.

⁴⁵ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 8, S. 8-9; Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S.208.

⁴⁶ Bartlett, s. Fn 11, § 13.4, S. 252 mit kritischer Anmerkung zur Möglichkeit des Erwerbs weiterer Gesellschaftsanteile in Fn 21 (S. 253).

3. Dividendenvorzug nach deutschem Recht

a) Gewinnvorab

Nach § 11 AktG können Aktien mit unterschiedlichen Rechten hinsichtlich der Verteilung des Gewinns ausgestattet werden. Die gesetzliche, dispositive Regel des § 60 Abs. 1 AktG sieht eine Gewinnverteilung entsprechend dem Verhältnis der Aktiennennbeträge vor. Ein Dividendenvorzug kann gemäß § 60 Abs. 3 AktG aber auch in der Weise ausgestaltet sein, daß er einen prozentualen Voraus auf den Nennbetrag der Vorzugsaktie gewährt.⁴⁷

Soweit die Vorzugsaktien nicht auch an einer über den Vorzug hinausgehenden Verteilung des ausschüttungsfähigen Gewinns teilnehmen, spricht man von einer limitierten Vorzugsdividende.⁴⁸ Die Limitierung auf den Dividendenvorzug muß jedoch ausdrücklich vereinbart sein. Ansonsten bliebe es, was die Verteilung des den Vorzug übersteigenden Gewinns anbetrifft, bei der gleichmäßigen Partizipation entsprechend dem Verhältnis der Nennbeträge.

b) Nachzahlungsrechte

Für die stimmrechtslosen Vorzugsaktien gemäß §§ 139 ff AktG sieht das Gesetz zwingend die kumulative Ausgestaltung des Dividendenvorzugs vor, § 139 Abs. 1 AktG.⁴⁹ Dies bedeutet, daß mangels hinreichenden Bilanzgewinns ausgefallene oder trotz hinreichenden Bilanzgewinns nicht ausgeschüttete Vorzugsdividenden in späteren Geschäftsjahren nachgezahlt werden müssen.⁵⁰ Dieses Nachzahlungsrecht der stimmrechtslosen Vorzugsaktien ist mit Priorität versehen, so daß Ausschüttungen auf die Stammaktien erst vorgenommen werden dürfen, wenn sämtliche

⁴⁷ Zu den unterschiedlichen Ausgestaltungen des Dividendenvorzugs siehe Lutter, s. Fn 24, § 60 Rn 19.

⁴⁸ Ebeling, s. Fn 40, S. 115.

⁴⁹ Hüffer, s. Fn 23, § 139, Rn 9.

⁵⁰ Bezenberger, s. Fn 39, S. 57; Ebeling, s. Fn 40, S. 116.

aufgelaufenen, nicht ausgezahlten Vorzugsdividenden gezahlt worden sind.⁵¹ Das kumulierende, prioritätische Nachzahlungsrecht soll die stimmrechtslosen Vorzugsaktionäre davor schützen, daß die stimmberechtigten Aktionäre durch Ausschluß der Gewinnverteilung in einem Jahr und Verteilung eines höheren Gewinns im nächsten Jahr die Vorzugsaktionäre um ihren Anteil am Gewinn des Vorjahres bringen könnten.⁵²

Darüber hinaus soll der kumulierende Dividendenvorzug die Verteilung des unternehmerischen Risikos zugunsten der Vorzugsaktionäre beeinflussen. Diese stellen der Gesellschaft Kapital in Situationen zur Verfügung, in denen den Stammaktionären eine weitere Finanzierung nicht mehr möglich ist oder sie nicht gewillt sind, mehr Kapital zu investieren.⁵³ Daher sollen schwache Jahre insbesondere zu Lasten der Stammaktionäre gehen, und die Vorzugsaktionäre sollen teilweise von dem Risiko, daß nicht hinreichend Gewinn zur Verteilung vorhanden ist, freigestellt werden.⁵⁴ Dieser letztere Grund läßt auch die Ausstattung der stimmberechtigten Vorzugsaktien von Wagnisfinanziers mit kumulierenden Dividendenvorzügen als gerechtfertigt erscheinen. Die Wagnisfinanziers übernehmen ihre Beteiligungen typischerweise in Situationen mit beträchtlichen unternehmerischen Risiken.

Die Frage bleibt allerdings, wie der Dividendenvorzug der stimmberechtigten Vorzugsaktionäre im einzelnen nach deutschem Recht technisch zu sichern ist. Darauf ist im folgenden näher einzugehen.

c) Schutz des Dividendenvorzugs vor Aushöhlung

Der Dividendenvorzug ist keine Forderung, sondern eine besondere Gestaltung des allgemeinen Mitgliedschaftsrechts auf Gewinnverteilung.⁵⁵ Der mitgliedschaftliche Gewinnanspruch ist nur auf den tatsächlich erzielten und förmlich festgestellten Bilanzgewinn gerichtet; einen Anspruch darauf,

⁵¹ Hüffer, s. Fn 23, § 139, Rn 9, 6.

⁵² Hefermehl in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. II., 1. Aufl., 1974), § 139, Rn 9; Barz in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), *Großkommentar zum AktG* (Berlin, New York, Bd. I/2., 3. Aufl., 1972), § 139 Anm. 2.

⁵³ Bezenberger, s. Fn 39, S. 40.

⁵⁴ Bezenberger, s. Fn 39, S. 58.

⁵⁵ Bezenberger, s. Fn 39, S. 47.

daß ein Bilanzgewinn erzielt wird, hat der Aktionär natürlich nicht.⁵⁶ Der Bilanzgewinn wird durch die Entscheidung der Verwaltung über die Verwendung des Jahresüberschusses nach § 58 Abs. 1, 2 und 2a AktG, aber auch schon bei der Aufstellung der Bilanz z. B. durch die Auflösung von Rücklagen beeinflusst.⁵⁷ Der Jahresüberschuß kann nach deutschem Handelsbilanzrecht durch zu niedrige Ansätze auf der Aktivseite (überhöhte Abschreibungen) und zu hohe Ansätze auf der Passivseite (insbesondere Rückstellungen) von der Verwaltung in gewissen Grenzen willkürlich gebildet werden, so daß ein materieller Gewinn versteckt werden kann, um die Feststellung eines Bilanzgewinns zu vermeiden.⁵⁸ Beeinflußt die Verwaltung also durch übermäßige Bildung stiller Reserven und offener Rücklagen den Ausweis eines Bilanzgewinns, kann der Dividendenvorzug als mitgliedschaftlicher Anspruch auf Gewinnverteilung ausgehöhlt werden. Insoweit vermag auch das kumulierende Dividendennachzahlungsrecht, unabhängig davon, ob es als selbständiges oder unselbständiges Nachzahlungsrecht ausgestaltet ist,⁵⁹ nur begrenzten Schutz zu bieten. Im ersten Fall entsteht zwar schon im Jahr des Dividendenausfalls ein selbständiges Gläubigerrecht. Jedoch ist dieses in seiner Durchsetzung durch eine Gewinnausschüttung aufschiebend bedingt. Im zweiten Fall entsteht der Nachzahlungsanspruch erst mit demjenigen Gewinnverteilungsbeschluß, der den ersten nach einem Ausfalljahr zur Verteilung gelangenden Gewinn zum Gegenstand hat. Damit kann der Vorstand entweder die Durchsetzung oder bereits das Entstehen des Nachzahlungsanspruchs behindern, indem er den Gewinnausweis beeinflusst.

Der Aufsichtsrat könnte zwar gemäß § 173 Abs. 1 AktG die Billigung des Jahresabschlusses der Hauptversammlung überlassen. Dies setzt jedoch voraus, daß nicht die Gründerunternehmer, sondern die Wagniskapitalgeber im Aufsichtsrat die für eine solche Entscheidung erforderliche Mehrheit hätten.⁶⁰ Auch das Anfechtungsrecht des § 254 AktG vermag in solchen Fällen keinen

⁵⁶ Lutter, s. Fn 24, § 58, Rn 83.

⁵⁷ Adler/Düring/Schmaltz, *Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen* (Stuttgart, Teilband 4, 6. Aufl., 1997), AktG, § 58, Rn 109.

⁵⁸ Lutter, s. Fn 24, § 58, Rn 9.

⁵⁹ Zur Unterscheidung siehe *BGHZ* 7, S. 263, 264; Barz, s. Fn 52, § 140, Anm. 7.

⁶⁰ Zur Möglichkeit des Minderheitsaktionärs, die Aufsichtsratsmehrheit zu stellen, siehe unten V.2.

Schutz zu gewähren, da diese Vorschrift allein den Fall der Rücklagenbildung im Rahmen der Gewinnverwendung nach § 58 Abs. 3 AktG betrifft.⁶¹

Daher bleibt zu überlegen, ob die in den USA den Wagnisfinanziers gelegentlich eingeräumte Möglichkeit, weitere Gesellschaftsanteile zu beziehen, sinnvolle Abhilfe schaffen könnte. Hierzu ist zunächst vorzuschicken, daß dies auch in den USA kritisch betrachtet wird: Zum einen sei die Übertragung weiterer Gesellschaftsanteile bei fehlendem Gewinnausweis den Gründerunternehmern kaum zu vermitteln. Zum anderen würden die zusätzlichen Gesellschaftsanteile im Fall des Konkurses des Unternehmens auch für die Wagnisfinanziers sinnlos.⁶² Dabei sind die Wagniskapitalgeber in den USA aufgrund der dort geltenden anlegerorientierten Bilanzierungsvorschriften (*US-GAAP*)⁶³ eher imstande festzustellen, ob eine Gewinnausschüttung möglich gewesen wäre oder nicht. Die für Deutschland vorzuziehende Vorgehensweise ist daher, das Beteiligungsunternehmen zusätzlich zur Bilanzierung nach US-GAAP oder IAS zu verpflichten⁶⁴ und im übrigen auf die disziplinierende Wirkung des *staged financing* zu vertrauen.⁶⁵ Eine Verschleierung materieller Gewinne wäre dann für die Wagniskapitalgeber offenkundig, so daß die Gründerunternehmer mit dem Abbruch der Finanzierung rechnen müßten. Einer Aushöhlung des Dividendenvorzugs durch „kreative Bilanzierung“ kann so entgegengewirkt werden.

d) Rücklagenbildung durch Verzicht auf Dividendenausschüttung

Um die Eigenkapitalausstattung des Beteiligungsunternehmens zu stärken, wird regelmäßig selbst bei hinreichenden Bilanzgewinnen auf eine Gewinnausschüttung verzichtet; die tatsächlich

⁶¹ Hüffer in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. V, 1. Aufl., 1984), § 254, Rn 4.

⁶² Bartlett, s. Fn 11, § 13.4, S. 252, 253, Fn 21: „The equivalent of additional deck chairs on the Titanic“.

⁶³ Siehe dazu Deutsche Bank Research, ‘U.S.-amerikanische versus deutsche Rechnungslegung’, in: Deutsche Bank Research, *Special Equity Report* (Frankfurt a. M., 1993).

⁶⁴ Hierzu müssen sich Unternehmen am Neuen Markt ohnedies verpflichten [Rahmenbedingungen Neuer Markt Abschnitt 2 Punkt 4.1.9(1) i.V.m. Abschnitt 2 Punkt 4.1.8(1)], siehe dazu Benz/Kiwitz, ‘Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse-Zulassung und Folgepflichten’, *DStR* 1999, S. 1162 mwN. Diese Verpflichtung kann von vornherein in die Satzung aufgenommen werden. Umfassend dazu Plückelmann, *Der Neue Markt der Deutsche Börse AG*, Jur. Diss. (Osnabrück, 1999).

⁶⁵ Siehe oben III. 2. und 3.

ausgeschütteten Gewinne werden sich nicht selten auf eine Mindestverzinsung der Einlage der Wagniskapitalgeber beschränken. Die Wagniskapitalfinanziers tragen demnach unabhängig von ihrer quotenmäßigen Beteiligung zur Stärkung der Eigenkapitalausstattung durch Rücklagenbildung bei.⁶⁶ Diese Rücklagenbildung läßt sich auf unterschiedliche Weise verwirklichen.

aa) Satzungsverpflichtung zur Rücklagenbildung

Ob die Hauptversammlung zur Rücklagenbildung bereits durch die Satzung verpflichtet werden kann, ist zwar in der Literatur umstritten. Die herrschende Lehre bejaht dies jedoch, und die Rechtsprechung hat eine solche Verpflichtung zur Rücklagenbildung jedenfalls für die Verwaltung anerkannt.⁶⁷ Insbesondere könne gegen die Zulässigkeit einer solchen Satzungsbestimmung nicht angeführt werden, daß sie das Anfechtungsrecht nach § 254 AktG unterlaufe. Das Anfechtungsrecht nach § 254 AktG gewährleiste weiterhin einen Schutz vor wirtschaftlich nicht gerechtfertigter Thesaurierungspolitik mit einfacher Hauptversammlungsmehrheit, während eine entsprechende Satzungsbestimmung entweder von Beginn an in der Satzung enthalten sein oder aber später im Wege einer Satzungsänderung aufgenommen werden müsse.⁶⁸ Eine Satzungsbestimmung, die zur Rücklagenbildung verpflichte, erfordere also zumindest eine qualifizierte Mehrheit. Daß aber die Entscheidungsfreiheit der Hauptversammlung hinsichtlich der Verwendung des Bilanzgewinns ein „eherner Grundsatz“ des Aktienrechts sei, lasse sich dem Gesetz nicht entnehmen.⁶⁹

bb) Stimmrechtsbindung bei Gewinnverwendungsbeschluß

Die Aktionäre können ferner untereinander durch Stimmbindungen hinsichtlich der Beschlußfassung nach § 174 Abs. 1 AktG die Thesaurierung von Gewinnen zugunsten einer Rücklagenbildung sicherstellen.⁷⁰ Die Beschlußfassung nach § 174 AktG setzt keine ad-hoc-

⁶⁶ Zur Zulässigkeit der quotenabweichenden Rücklagenbildung siehe Priester, 'Quotenabweichende Rücklagenzuordnung', in: Schön (Hrsg.), *Gedächtnisschrift für Knobbe-Keuk* (Köln, 1997), S. 293, 297ff.

⁶⁷ Siehe zum Meinungsstand Hüffer, s. Fn 61, § 254, Rn 10.

⁶⁸ Hüffer, s. Fn 61, § 254, Rn 2.

⁶⁹ Barz, s. Fn 25, § 58, Rn 136.

⁷⁰ Eine solche schuldrechtliche Verpflichtung würde insbesondere nicht gegen § 54 AktG verstoßen, Lutter, s. Fn 24, §54, Rn 26.

Entscheidung der Hauptsammlung voraus. Das Postulat einer offenen Abstimmung ist angesichts der Bedeutung der Beschlüsse auch nicht wünschenswert; nicht die Tagesform einer Versammlung sollte entscheidend sein, vielmehr sollte der Weg für eine gründliche Vorbereitung offenstehen.⁷¹ Die Befolgung einer solchen Stimmrechtsvereinbarung ist nach heute feststehender Auffassung nicht allein durch Vertragsstrafen zu gewährleisten, sondern sie kann auch im Klage- und Vollstreckungswege durchgesetzt werden.⁷²

cc) Schütt-aus-hol-zurück-Verfahren

Aus steuerlichen Erwägungen kann, statt der unmittelbaren Thesaurierung der ausschüttungsfähigen Gewinne, eine Ausschüttung mit anschließender Wiedereinlage im Wege des „Schütt-aus-hol-zurück-Verfahrens“ vorteilhaft sein. Dieses Verfahren ist dann sinnvoll, wenn für Ausschüttungen günstigere Steuersätze gelten als für die Thesaurierung von Gewinnen. Die Gewinne werden in einem solchen Fall zunächst an die Gesellschafter ausgeschüttet und anschließend aufgrund schuldrechtlicher Verpflichtungen (abzüglich Steuern) wieder an die Gesellschaft zurückgeführt.⁷³ Solche schuldrechtlichen Verpflichtungen sind nicht nur gegenüber der Gesellschaft, sondern auch gegenüber den anderen Aktionären möglich.⁷⁴ Eine korporative Verpflichtung würde dagegen gegen § 54 AktG verstoßen.⁷⁵

Die Rückführung kann u.a. in die freien Kapitalrücklagen nach § 272 Abs. 2 Nr.4 HGB erfolgen.⁷⁶ Die Eigenkapitalausstattung ließe sich auch durch die Rückführung der ausgeschütteten Gewinne in Form von stillen Einlagen verbessern.⁷⁷

⁷¹ Noack, s. Fn 36, S. 115.

⁷² Priester, s. Fn 66, S. 293, 301.

⁷³ Winnefeld, *Bilanzhandbuch* (München, 1997), M. Rn 1025ff.

⁷⁴ Lutter, s. Fn 24, § 54, Rn 21, 26.

⁷⁵ Lutter, s. Fn 24, § 54, Rn 15.

⁷⁶ Winnefeld, s. Fn 73, M. Rn 1030.

⁷⁷ Zur Qualifizierung der stillen Einlage als Eigenkapital siehe Winnefeld, s. Fn 73, D 1748ff, L Rn 245.

e) Schutz der Rücklage

Die Bildung der Rücklage durch (Teil-)Verzicht der Wagnisfinanziere auf Auszahlung ihrer Vorzugsdividende wirft die Frage auf, ob es besonderer Vorkehrungen bedarf, um diese Rücklage vor einer den Interessen der Wagniskapitalgeber zuwiderlaufenden Verwendung zu schützen.

aa) Auflösung durch die Verwaltung

Der Vorstand kann mit Billigung des Aufsichtsrates gemäß § 172 AktG freie Rücklagen auflösen und zur Tilgung eines Verlustes oder Verlustvortrages verwenden oder auch in den Bilanzgewinn eingehen lassen und damit erneut zur Disposition der Hauptversammlung stellen.⁷⁸

Wird die Rücklage aufgelöst, um sie in den *Bilanzgewinn* eingehen zu lassen, so ist zu unterscheiden: Ist die Rücklage durch einen Auszahlungsverzicht bei der Entscheidung über die Gewinnverwendung nach § 174 Abs. 1 AktG beziehungsweise aufgrund einer Satzungsbestimmung gebildet worden, oder ist sie im Wege des „Schütt-aus-hol-zurück-Verfahrens“ entstanden ?

In den ersten beiden Fällen, in denen eine Gewinnausschüttung an die Vorzugsaktionäre nicht stattgefunden hat, sind diese ausreichend durch das Dividendennachbezugsrecht geschützt. Das Dividendennachbezugsrecht trägt Sorge dafür, daß alle ausgeschütteten Gewinne solange an die Vorzugsaktionäre gehen, bis sämtliche Dividendenausfälle ausgeglichen sind. Darüber hinaus kann an eine von der Beteiligungsquote abweichende Zuordnung der Rücklage gedacht werden. Im Hinblick auf eine solche Gestaltung erörtert *Priester*⁷⁹ Einwände aus bilanzrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Sicht, die er jedoch mit überzeugender Begründung ablehnt. Eine quotenabweichende Zuordnung der Rücklage sei sowohl durch Gesellschafterabrede als auch durch Satzungsregelung möglich. Demnach kann mit Hilfe einer quotenabweichenden Zuordnung eine durch Ausschüttungsverzicht der Vorzugsaktionäre aufgebaute Rücklage zusätzlich gesichert werden. Dies kann insbesondere dann von Interesse sein, wenn der Dividendenvorzug nicht mit einem Dividendennachzahlungsrecht ausgestattet ist.

⁷⁸ Kropff in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München Bd. III., 1. Aufl., 1973), § 172, Rn 13; Adler/Düring/Schmaltz, s. Fn 57, § 58 AktG, Rn 143.

Im Falle des „Schütt-aus-hol-zurück-Verfahrens“ kommt das Nachbezugsrecht jedoch nicht zum Tragen, da ja tatsächlich eine Gewinnausschüttung vorgenommen worden ist. Insoweit bedarf es einer Regelung, die bei dem -- grundsätzlich mit einfacher Mehrheit zu fassenden -- Gewinnverwendungsbeschluß sicherstellt, daß die Gewinnausschüttung in der Weise vorzunehmen ist, wie sie bei unmittelbarer Thesaurierung das Nachbezugsrecht gewährleisten hätte. Dies läßt sich durch Stimmbindung für die Beschlußfassung über die Gewinnverwendung erreichen. Sind die ausgeschütteten Gewinne als stille Einlagen zurückgeführt worden, so können sie durch den Auseinandersetzungsanspruch der Wagniskapitalgeber nach § 235 Abs. 1 HGB abgesichert werden.

Die Auflösung der Rücklage seitens der Verwaltung, um einen *Verlust oder Verlustvortrag* zu decken, kann durch eine Zweckbestimmung der Rücklage in der Satzung oder im Hauptversammlungsbeschluß ausgeschlossen werden.⁸⁰ Hebt die Hauptversammlung die Zweckbestimmung nicht auf, muß ein Verlust vorgetragen werden.⁸¹ Ist die Zweckbestimmung in der Satzung festgelegt, so kann sie nur durch Satzungsänderung aufgehoben werden. Diese bedarf gemäß § 179 Abs. 3 AktG eines zustimmenden Sonderbeschlusses der Vorzugsaktionäre.

bb) Schutz bei Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

Die bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß § 207 ff AktG geschaffenen neuen Aktien stehen gemäß § 212 S. 1 AktG den Aktionären im Verhältnis ihrer bisherigen Anteile am Grundkapital zu. Von diesem Verteilungsmaßstab des § 212 S. 1 AktG abzuweichen soll selbst mit Zustimmung aller Aktionäre nicht möglich sein.⁸² Danach würden unabdingbar auch den Stammaktionären im Verhältnis ihrer bisherigen Anteile am Grundkapital neue Aktien zugeteilt, obwohl die Mittel für die Kapitalerhöhung letztendlich aus dem Verzicht der Wagniskapitalgeber auf Dividendenauszahlung stammen.

⁷⁹ Priester, s. Fn 66, S.293, 296ff.

⁸⁰ Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 58, Rn 12, 74; Döllerer, 'Zum Gewinnbegriff des Aktienrechts', in: Ballerstedt/Hefermehl (Hrsg.), *Festschrift für Geßler* (München, 1970), S. 93, 102f.

⁸¹ Kropff, s. Fn 78, § 150, Rn 28.

⁸² Den zwingenden Charakter der Norm bezeichnet Priester treffend als Pferdefuß und erwägt eine mögliche teleologische Reduktion der Vorschrift, Priester, s. Fn 66, S. 293, 299f; siehe auch Bungeroth in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. IV., 1. Aufl., 1994), § 212, Rn 9ff.

Eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln können die Vorzugsaktionäre auch nicht durch einen ablehnenden Sonderbeschluß verhindern. Die Verweisungsvorschrift des § 207 Abs. 2 AktG erklärt lediglich die §§ 182 Abs. 1 S. 1, 2 und 4, 184 Abs. 1 AktG für entsprechend anwendbar, nicht aber § 182 Abs. 2 AktG.

Nach § 208 Abs. 2 S. 2 AktG kann eine Umwandlung von Rücklagen in Grundkapital ausgeschlossen werden, wenn die Rücklage für einen bestimmten Zweck vorgesehen ist, und diese Zweckbestimmung mit der Umwandlung in Grundkapital nicht vereinbar ist. Insoweit sei darauf abzustellen, ob der Zweck auf die Deckung aktivierungsfähiger oder nicht aktivierungsfähiger Aufwendungen abziele.⁸³ Soweit die Rücklage der Deckung künftiger Vermögensminderungen (nicht aktivierungsfähig) diene, für die sie verfügbar bleiben solle, sei die Umwandlung in Grundkapital ausgeschlossen.⁸⁴ So könnte die Rücklage z.B. mit der Zweckbestimmung versehen werden, das Liquidationsvorrecht für die Vorzugsaktionäre abzusichern. Dieser Zweck ist auf den endgültigen Vermögensabfluß gerichtet und dient der Deckung nicht aktivierungsfähiger Aufwendungen.

Die für die Wagniskapitalgeber nachteilige Folge einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln durch Umwandlung der Rücklage könnte aber auch dadurch ausgeschlossen werden, daß die Stammaktionäre sich schuldrechtlich zur unverzüglichen Übertragung der neuen Aktien an die Vorzugsaktionäre verpflichten. Eine solche als „call option“ ausgestaltete Verpflichtung der Stammaktionäre ist auch schon vor Durchführung der Kapitalerhöhung zulässig.⁸⁵

cc) Schutz bei IPO

⁸³ Lutter in: Zöllner (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz* (Köln u.a., Bd. V., 2. Aufl., 1995), § 208, Rn 18.

⁸⁴ Bungereth, s. Fn 82, § 208, Rn 36.

⁸⁵ Hirte in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), *Großkommentar zum Aktiengesetz* (Berlin, New York, 4. Aufl., 1999), § 212, Rn 17.

Die Vorzugsaktien werden regelmäßig kurz vor einem IPO automatisch in Stammaktien umgewandelt.⁸⁶ Damit stellt sich die Frage nach dem Schicksal der Rücklage für diesen Fall. Entscheidend ist hierbei, ob das Dividendennachzahlungsrecht der Vorzugsaktien als selbständiges oder als unselbständiges Nachbezugsrecht ausgestaltet ist.⁸⁷ Im ersten Fall ist bereits mit dem Ausfall der Dividende ein nicht mehr entziehbares Gläubigerrecht entstanden, während im zweiten Fall mit dem Dividendenausfall lediglich ein mitgliedschaftliches Nachbezugsrecht entsteht.⁸⁸ Letzteres kann durch Satzungsänderung, die allerdings der Zustimmung der Vorzugsaktionäre durch Sonderbeschluß bedürfte, wieder beseitigt werden.

Ein Dividendennachzahlungsrecht in der Form eines selbständigen Nachbezugsrechts sichert den Wagniskapitalgebern auch nach einer Umwandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien den Zugriff auf spätere Gewinnausschüttungen. Dies führt bei einem IPO jedoch zu einem Folgeproblem. Die unter Umständen in erheblicher Höhe bestehenden Ansprüche auf Dividendennachzahlung könnten potentielle Investoren von einem Investment abschrecken. Deren Dividendenansprüche würden für nicht absehbare Zeit unter dem Vorbehalt der vorrangigen Befriedigung der ehemaligen Vorzugsaktionäre stehen.

Dieses Problem ließe sich aber durch Umwandlung der Rücklage in Grundkapital im Wege der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß § 207 ff AktG lösen. Erforderlich hierfür wäre zunächst eine Verpflichtung der Stammaktionäre mittels Stimmbindungsvertrages, vor dem Umtausch der Vorzugsaktien in Stammaktien einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln zuzustimmen. Die Stammaktionäre müßten dann wiederum schuldrechtlich verpflichtet sein, die auf sie entfallenden neuen Aktien unverzüglich auf die Vorzugsaktionäre zu übertragen.

Eine andere Möglichkeit wäre, die Rücklage gewinnerhöhend aufzulösen und die Wagnisfinanziers zu einer Wiedereinlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen gemäß

⁸⁶ Dazu siehe unten 6. und 7.

⁸⁷ Zur Unterscheidung siehe *BGHZ* 7, S.263, 264.

⁸⁸ *BGHZ* 7, S.263, 264; Barz, s. Fn 52, § 140 Anm. 7; Hüffer, s. Fn 23, § 140, Rn 9f.

§§ 182 ff AktG zu verpflichten.⁸⁹ Die neuen Aktien würden bei Ausschluß des Bezugsrechts der Stammaktionäre allein den Vorzugsaktionären zustehen. Ein Liquiditätsabfluß, der das bevorstehende IPO möglicherweise negativ beeinflussen könnte, würde vermieden werden. Um ein Hin- und Her-Zahlen zu vermeiden, kann bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen den Zeichnern das Recht eingeräumt werden, die auf die neuen Aktien zu leistenden Einlagen mit Dividendenansprüchen zu verrechnen.⁹⁰

dd) Schutz bei Liquidation

Soweit die vorrangige Befriedigung der Gläubiger in der Liquidation noch Vermögen zur Verteilung unter den Aktionären übrig läßt, stellt sich die Frage nach der Behandlung der Rücklage. Regelmäßig wird gewollt sein, daß die in der Rücklage „aufgelaufenen“ Vorzugsdividenden den Liquidationsvorzug der Wagnisfinanziers erhöhen. Hier ist zunächst zu beachten, daß das Dividendennachzahlungsrecht immer nur auf eine vorrangige Teilnahme an der Verteilung von Bilanzgewinn gerichtet ist. In der Liquidation geht es jedoch nicht um die Verteilung von Bilanzgewinn, sondern um die Verteilung des Abwicklungsüberschusses gemäß § 271 AktG. Das Dividendennachzahlungsrecht vermag daher die Position der Vorzugsaktionäre im Hinblick auf die mit der Auflösung der Rücklage zur Verteilung frei gewordenen Mittel nicht mehr zu sichern. Ohne eine entsprechende Regelung in der Satzung würden die frei werdenden Mittel nicht den Liquidationsvorzug erhöhen, sondern nach § 271 Abs. 2 AktG nach dem Verhältnis der Nennbeträge an alle Aktionäre verteilt werden. Es bedarf daher der Festlegung eines gesonderten Liquidationsvorzugs in der Satzung. Darauf ist im folgenden einzugehen.

⁸⁹ In einer solchen schuldrechtlichen Verpflichtung gegenüber der Gesellschaft oder den anderen Aktionären ist kein Verstoß gegen § 54 AktG zu sehen. Siehe oben IV. 3. d) aa); siehe auch Hüffer, s. Fn 23, § 54, Rn 7.

⁹⁰ Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 58, Rn 125; Kropff, s. Fn 78, § 174, Rn 28; dabei sind alternativ die Regeln über die Sachkapitalerhöhung oder über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln zu beachten, Hüffer, s. Fn 23, § 183 Rn 3 mit Hinweis auf BGH *NJW* 1991, S. 1754 und weiteren Nachweisen.

4. Liquidation preference im U.S.-amerikanischen Modell

Die *preferred shares* sind mit einem Vorrecht bei der Verteilung des Liquidationserlöses ausgestattet. Diese *liquidation preference* bedeutet, daß die Wagnisfinanziers in Höhe ihres Investments bevorrechtigt an der Verteilung des Liquidationserlöses teilnehmen. Erst wenn dieses Vorrecht befriedigt ist, dürfen auch Ausschüttungen an die *common stock*-Inhaber vorgenommen werden.⁹¹ Dieses Liquidationsvorrecht trägt dem Umstand Rechnung, daß die Wagniskapitalgeber für ihre *preferred shares* ein Vielfaches von dem gezahlt haben, was die Gründerunternehmer für ihre *common shares* bezahlt haben. Ohne ein solches Liquidationsvorrecht würden *preferred stock* und *common stock*-Inhaber gleichmäßig an der Verteilung des Liquidationserlöses teilnehmen, wodurch letztere ungerechtfertigt begünstigt würden.⁹² Der Dividendenvorzug erhöht sich regelmäßig um die aufgelaufenen, nicht ausgezahlten Dividenden.⁹³ Über diesen Vorzug hinaus kann vorgesehen werden, daß die *preferred shares* auch an der Verteilung eines verbleibenden Liquidationserlöses teilnehmen (*participating liquidation preference*). Wenn eine solche *participating liquidation preference* nicht vereinbart ist, gehen alle die einfache *preference* übersteigenden Erlöse an die *common stock*-Inhaber.⁹⁴ Dies mag folgendes Beispiel verdeutlichen: Der Wagniskapitalfinanzier hat für 40% der (Vorzugs-)Gesellschaftsanteile \$ 2 Mio. gezahlt. Die Gründerunternehmer haben für ihre 60% der (Stamm-)Gesellschaftsanteile \$ 100.000 gezahlt. Würde eine gedachte Liquidation der Gesellschaft einen Überschuß von mehr als \$ 5 Mio. ergeben (40% von \$ 5 Mio. = 2 Mio. entspricht dem Investment des Wagniskapitalfinanziers), so müßte der Wagniskapitalfonds zu diesem Zeitpunkt seine *preferred shares* in *common shares* umtauschen, um an den über sein Investment hinausgehenden Erlösen zu partizipieren. Bei einem hypothetischen Liquidationserlös von z.B. \$ 10 Mio. würden die Wagniskapitalgeber sonst \$ 4 Mio. und die Gründerunternehmer \$ 6 Mio. erhalten. Dies würde für den Fonds als maßgeblichem Geldgeber

⁹¹ Coben/Woronoff, s. Fn 42, § 8.02(4)(b), S. 8-16.

⁹² O'Neal/Thompson, s. Fn 41, § 3.33.

⁹³ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 8, S. 8-11, 12.

⁹⁴ Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 206.

jedoch eine unbefriedigende Rendite darstellen. Bei Vereinbarung einer *participating liquidation preference* würden die Wagniskapitalgeber dagegen ohne Umtausch ihrer *preferred shares* zunächst ihr Investment zurückerhalten und dann an den verbleibenden Erlösen im Verhältnis ihrer Beteiligung („*as converted basis*“) am Kapital der Gesellschaft partizipieren. In unserem Beispiel würden sie dann \$ 5,2 Mio. (\$ 2 Mio. = Investment + \$ 3,2 Mio. = 40% von den verbleibenden \$ 8 Mio.) erhalten. Denkbar ist eine Vereinbarung, daß die *participating*-Variante nicht mehr angewandt wird, soweit ein bestimmter Liquidationserlös, z.B. von \$ 20 Mio oder mehr, erreicht wird. Hierin ist ein Kompromiß mit den Gründerunternehmern zu sehen. Diese könnten nämlich der *participating*-Variante skeptisch gegenüberstehen und die Absicherung der Wagniskapitalgeber auch bei einem erfolgreichen Investment als Übervorteilung ansehen.⁹⁵

5. Liquidationsvorzug nach deutschem Recht

Die Verteilung des Abwicklungsüberschusses ist nach der gesetzlichen Regel des § 271 Abs. 2 HS 1 AktG im Verhältnis der Anteile am Grundkapital vorzunehmen. Aus den § 271 Abs. 2 HS 2, § 11 AktG ergibt sich jedoch ohne weiteres, daß eine abweichende Regelung in der Satzung durch Schaffung von Aktien mit unterschiedlichen Rechten möglich ist.⁹⁶

Somit läßt sich die Verteilung des Abwicklungsüberschusses auch in der Weise regeln, daß zunächst die Vorzugsaktionäre ihr Investment zurückerhalten, bevor auch an die Stammaktionäre ausgeschüttet werden darf. Soweit in der Satzung nichts Abweichendes festgelegt ist, greift nach der Bedienung des Liquidationsvorzugs wieder die gesetzliche Regel des § 271 Abs. 2 AktG ein.⁹⁷ Somit ist die partizipierende Variante im deutschen Aktienrecht der gesetzliche Regelfall.

⁹⁵ Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 207.

⁹⁶ Hüffer, s. Fn 23, § 271, Rn 6, § 11 Rn 4.

⁹⁷ Hüffer, s. Fn 23, § 271, Rn 6.

Die Erhöhung des Liquidationsvorzugs um die aufgelaufenen, nicht ausgezahlten Dividenden, die durch die Auflösung der Rücklage frei werden, bedarf, wie oben bereits gezeigt, einer besonderen Regelung in der Satzung.

6. *Conversion rights* -- Anreizinstrument und Möglichkeit der Preisanpassung

a) Allgemeines

Die *conversion rights* stellen das zentrale Recht der *preferred shares* dar. Das *conversion right* erlaubt den Wagnisfinanziers, ihre *preferred shares* in *common shares* umzutauschen.⁹⁸ Der Umtausch ermöglicht den Wagniskapitalfinanziers, ihre bisherige durch Dividenden- und Liquidationsvorrechte gesicherte Position gegen eine unbeschränkte Teilnahme am Wertzuwachs des Beteiligungsunternehmens aufzugeben.⁹⁹ Das Umtauschrecht der Wagnisfinanziers wird durch die Schaffung von ausreichenden sogenannten *authorized but unissued shares* abgesichert.¹⁰⁰ Hierbei handelt es sich um eine Art „genehmigtes Kapital“ in Form von *common stock* und *preferred stock*, das der *board of directors* ohne weitere Zustimmung der Gesellschafter in folgenden Finanzierungsrunden oder eben im Falle des Umtauschs von *preferred* in *common shares* ausgeben darf.¹⁰¹

Der Umtausch kann sowohl in das freie Ermessen des einzelnen Wagnisfinanziers gestellt sein als auch an den Eintritt bestimmter Ereignisse, wie z.B. ein bevorstehendes IPO, das Erreichen bestimmter *milestones* oder das schriftliche Verlangen einer qualifizierten (2/3) Mehrheit der *preferred stock*-Inhaber, geknüpft werden.¹⁰²

⁹⁸ Conversion rights sind in der überwiegenden Anzahl der Gesellschaftsrechte der Einzelstaaten vorgesehen, siehe z.B. Delaware General Corp. Law § 151 (e); Cal. Corp. Code § 403 (a); N.Y.B.C.L. § 519 (a).

⁹⁹ Bartlett, s. Fn 11, § 13.5, S. 253, 254; Coben/Woronoff, s. Fn 42, § 8.02(4)(d).

¹⁰⁰ Das Verhältnis der ausgegebenen zu den „genehmigten“ Gesellschaftsanteilen kann z.B. 1 zu 2 sein.

¹⁰¹ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 8, S. 8-6.

¹⁰² Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 8, S. 8-30f.

Von entscheidender Bedeutung ist die Festlegung des Umtauschverhältnisses. Das Umtauschverhältnis wird bestimmt durch den Quotienten des ursprünglichen Kaufpreises der *preferred shares* als Zähler und des sogenannten *conversion price* als Nenner.¹⁰³ Der Quotient wird zu Beginn der Finanzierung 1 betragen. Der *conversion price* kann sich aus verschiedenen Gründen verändern, wodurch sich der Quotient und damit das Umtauschverhältnis erhöhen oder verringern kann.¹⁰⁴

Wird der *conversion price* bei Erreichen von *milestones* erhöht, so ergibt sich daraus ein starker Anreiz für die Gründerunternehmer, die *milestones* zu erreichen: Das Umtauschverhältnis der *preferred shares* in *common shares* verringert sich, so daß der Anteilbesitz der Gründerunternehmer weniger verwässert wird.¹⁰⁵ Für die Wagniskapitalgeber wird das geringere Umtauschverhältnis dadurch kompensiert, daß die *common shares*, die sie im Umtausch für ihre *preferred shares* erhalten, wegen der erfolgreichen Geschäftsentwicklung mehr wert sind.

Neben dieser Anreizfunktion kommt der Möglichkeit, den *conversion price* anzupassen, unter zwei weiteren Gesichtspunkten entscheidende Bedeutung zu. Darauf ist im folgenden einzugehen.

b) Structural antidilution protection

Wenn das Umtauschverhältnis angepaßt werden kann, so ermöglicht dies den Schutz der *preferred stock*-Inhaber bei Maßnahmen der Gesellschaft, die deren Kapitalzusammensetzung verändern, vor einer Verwässerung ihres Umtauschrechts und damit zugleich ihres zukünftigen Anteilbesitzes. Dies kann sich z.B. im Falle eines sogenannten *stock split* auswirken. Beim *stock split* werden die ausstehenden Anteile einer bestimmten Gattung in ein Vielfaches ihrer Zahl geteilt.¹⁰⁶ Nimmt das Beteiligungsunternehmen einen solchen *stock split* der *common shares* vor, so würden die Wagniskapitalgeber nach dem Umtausch ihrer *preferred shares* in *common shares* bei

¹⁰³ Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 210.

¹⁰⁴ Testa, s. Fn 12, S. 65, 75.

¹⁰⁵ Sahlman, s. Fn 8, S. 473, 510.

¹⁰⁶ Merkt, *U.S.-amerikanisches Gesellschaftsrecht* (Heidelberg, 1991), Rn 1041.

unverändertem Umtauschverhältnis einen geringeren prozentualen Anteil am *common stock* halten, als ihnen ohne diese Kapitalmaßnahme zugestanden hätte. Das Umtauschrecht und damit auch der zukünftige Anteilbesitz der Wagniskapitalgeber würde verwässert werden. Der *conversion price* ist zum Schutz der Wagniskapitalgeber vor der Verwässerung ihrer Umtauschrechte durch derartige Veränderungen in der Kapitalzusammensetzung der Gesellschaft anzupassen. Wird also bei den *common shares* ein *stock split* vorgenommen, so daß ein alter Anteil z.B. in fünf neue umgewandelt wird, so muß auch der *conversion price* in diesem Verhältnis angepaßt werden. Diese *structural antidilution protection* gewährleistet, daß den *preferred stock*-Inhabern nach Durchführung einer Kapitalmaßnahme beim Umtausch ihrer Anteile derselbe Prozentsatz am *common stock* zukommt, wie er ihnen vor der Kapitalmaßnahme zugestanden hätte.¹⁰⁷

c) Price protection

In späteren Finanzierungsrunden kann sich herausstellen, daß der Anteilspreis, den die Wagniskapitalgeber zu zahlen hatten, in vorangegangenen Runden zu hoch veranschlagt worden ist. Werden nun weitere Gesellschaftsanteile oder Bezugsrechte für Gesellschaftsanteile zu einem niedrigeren Preis an neue Investoren ausgegeben, so führt dies zu einer Verwässerung des Wertes der Anteile der Wagniskapitalgeber aus den vorangegangenen Finanzierungsrunden. Auch dagegen kann die Anpassung des Umtauschverhältnisses Schutz bieten. Es werden im wesentlichen zwei Formen der *price protection* verwendet. Bei der sogenannten *full ratchet* oder *ratchet down* Regelung wird der *conversion price* auf den niedrigeren Ausgabepreis der späteren Finanzierungsrunde reduziert.¹⁰⁸ Dadurch werden die Wagniskapitalgeber der vorangegangenen Finanzierungsrunden beim Umtausch ihrer Anteile in *common shares* so gestellt, als hätten auch sie alle ihre Anteile bereits zu dem günstigeren Preis erworben. Die sogenannte *weighted average-*

¹⁰⁷ Bartlett, s. Fn 11, § 9.4 (b), S. 174, 175.

¹⁰⁸ Testa, s. Fn 12, S. 65, 75; Petillion/Hull, *Representing Start-Up Companies* (Deerfield, New York, Rochester, 1997), § 7.08 (2).

Formel legt dagegen den neuen *conversion price* unter Berücksichtigung sowohl des neuen Ausgabepreises als auch der Anzahl der neu ausgegebenen Gesellschaftsanteile fest.¹⁰⁹

Der neue *conversion price* wird berechnet, indem der Unternehmenswert nach der neuen Finanzierungsrunde [ausstehende Anteile vor Neuemission x alter *conversion price* + Betrag des Neuinvestments] dividiert wird durch die Summe der ausstehenden Anteile nach der neuen Finanzierungsrunde:

OB = Anzahl der ausstehenden Anteile vor Neuemission

OCP = alter *conversion price*

MI = Betrag des Neuinvestments

SI = Anzahl der Gesellschaftsanteile aus der Neuemission

$$\text{NCP} = \frac{\text{OB} \times \text{OCP} + \text{MI}}{\text{OB} + \text{SI}}$$

Die *weighted average*-Formel führt zu einer angemesseneren Reduzierung des *conversion price* als die *full ratchet*-Regelung. Die *full ratchet*-Regelung wird daher auch als unfair angesehen.¹¹⁰

7. Umtauschrechte nach deutschem Recht

a) Allgemeines

Die *Umwandlung* von Vorzugsaktien in Stammaktien läßt sich sowohl durch eine bereits in der Satzung befindlichen Befristung oder Bedingung der Vorzugsrechte erreichen¹¹¹ als auch durch

¹⁰⁹ Zur genauen Berechnung siehe Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 216; Testa, s. Fn 12, S. 65, 75.

¹¹⁰ Bartlett, s. Fn 11, § 9.4 (c), S. 178; Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 215, 216.

Satzungsänderung und einen Sonderbeschluß der Vorzugsaktionäre. Im ersten Fall ist eine Zustimmung der Vorzugsaktionäre nicht mehr erforderlich, da sie bereits mit Übernahme der Aktien der befristeten oder bedingten Aufhebung des Vorzugs zugestimmt haben.¹¹² Von dieser Umwandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien ist der *Umtausch* zu unterscheiden. Zwar werden auch bei der Umwandlung die Vorzugsrechte zugunsten der unbeschränkten Teilnahme an der Wertsteigerung aufgegeben, und es wird ebenso wie im Falle des Umtauschs die Bilanzstruktur vereinheitlicht und vereinfacht. Jedoch gestattet nur der Umtausch mit der Möglichkeit, ein Umtauschverhältnis festzulegen, Preisanpassungen vorzunehmen und Anreizwirkungen zu erzielen, wie oben unter 6. beschrieben.

Die Frage ist, ob ein solcher „Umtausch“ von Vorzugsaktien in Stammaktien nach deutschem Recht überhaupt möglich ist.

b) Umtauschpflicht der Gesellschaft

Die AG müßte sich zunächst zur Erfüllung des Umtauschrechts mit eigenen bereits emittierten Aktien eindecken oder aber neue Aktien schaffen können.

aa) Erwerb eigener Aktien

Seit dem KonTraG vom 27.04.1998 sieht § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG vor, daß die Gesellschaft aufgrund einer höchstens 18 Monate geltenden Ermächtigung der Hauptversammlung eigene Aktien erwerben darf. Diese Erwerbsmöglichkeit ist jedoch, neben der zeitlichen Begrenzung, auch hinsichtlich des Umfangs auf 10% des Grundkapitals beschränkt. Wegen dieser engen Beschränkung kommt der Erwerb eigener bereits emittierter Aktien für den hier in Aussicht genommenen Zweck nicht in Betracht.

¹¹¹ Die Kritik Bezenbergers, s. Fn 39, an der Zulässigkeit eines bedingten Vorzugs beschränkt sich auf die stimmrechtslose Vorzugsaktie, so daß hier mit der h.M. (siehe bei Bezenberger S. 77 in Fn 13) die Zulässigkeit des bedingten Vorzugs angenommen werden kann.

bb) Bedingtes Kapital

Gemäß § 192 Abs. 2 AktG soll eine bedingte Kapitalerhöhung nur zu den drei im Gesetz genannten Zwecken beschlossen werden.¹¹³ Die Bedienung von Aktien mit einem Umtauschrecht oder Bezugsrecht ist nicht vorgesehen. Teilweise wird im Schrifttum die Auffassung vertreten, daß die in § 192 AktG genannten Zwecke nicht abschließend, sondern auch mit den dort aufgeführten verwandte Zwecke von der Vorschrift gedeckt seien.¹¹⁴ Die h.M. lehnt eine Ausdehnung des bedingten Kapitals auf weitere in § 192 Abs. 2 AktG nicht genannte Zwecke dagegen ab.¹¹⁵

Man könnte zwar eine „Hilfskonstruktion“ erwägen, und zwar mittels Ausgabe einer Wandel- oder Optionsanleihe nach § 221 Abs. 1 AktG i.V.m. § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG. Diese Anleihe würde dann lediglich als *Vehikel* des Bezugs- oder Umtauschrechts genutzt werden.¹¹⁶ Unabhängig davon, ob das Bezugs- oder Umtauschrecht mit einer Aktie oder, wie es das Gesetz vorsieht, mit einer Anleihe verbunden ist, wären in entsprechender Höhe in beiden Fällen jedoch für die neuen Aktien Barzahlungen zu entrichten, oder es wäre die Hingabe einer eingezahlten Schuldverschreibung erforderlich. Ein schlichter Umtausch der Vorzugsaktien gegen neue, durch Kapitalerhöhung geschaffener Stammaktien kommt dagegen nicht in Betracht. Ziel der bedingten Kapitalerhöhung gemäß § 192 ff AktG ist, wie bei der ordentlichen Kapitalerhöhung gemäß § 182 ff AktG und dem genehmigten Kapital gemäß § 202 ff AktG, die Erhöhung des Grundkapitals. Diese läßt sich jedoch nur durch die Zuführung neuen Kapitals in Form von Bar- oder Sacheinlagen erreichen, nicht aber durch den Austausch eines bereits bestehenden Mitgliedschaftsrechts gegen ein neu zu schaffendes.

¹¹² So auch Klein, *Vorzugsaktien in der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika* (Diss., Köln, 1981), S. 135.

¹¹³ Lutter, s. Fn 83, § 192, Rn 3.

¹¹⁴ Steiner, 'Zulässigkeit der Begebung von Optionsrechten auf Aktien ohne Optionsschuldverschreibung (naked warrants)', *WM* 1990, S. 1776, 1777; Schilling in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), *Großkommentar zum Aktiengesetz* (Berlin, New York, Bd. III., 3. Aufl., 1971), § 192 Anm. 7; Martens, 'Die mit Optionsrechten gekoppelte Aktienemission', *AG* 1989, S. 69ff.

¹¹⁵ Siehe dazu Hüffer, s. Fn 23, § 192, Rn 8 mwN.

¹¹⁶ Siehe dazu Baums, 'Aktioptionen für Vorstandsmitglieder', in: Mertens/Westermann/Zöllner (Hrsg.), *Festschrift für Claussen* (Köln u.a., 1997), S. 3, 37f (zur Bedienung von „stock options“ für Vorstandsmitglieder vor Erlass des KonTraG).

Damit stehen weder die bedingte Kapitalerhöhung noch das genehmigte Kapital zur Verfügung, um den Vorzugsaktionären einen Umtausch ihrer Vorzugsaktien in Stammaktien zu ermöglichen.

c) *Call*-Optionen gegenüber den Stammaktionären

Die U.S.-amerikanischen *conversion rights* lassen sich jedoch in ihren Auswirkungen durch eine Kombination der oben unter a) beschriebenen Umwandlung mit *Call*-Optionen gegenüber den Stammaktionären auf deren Stammaktien nachbilden. Die Umwandlung hebt die verabredete Beschränkung der Vorzugsaktien auf ihren jeweiligen Vorzug zugunsten einer unbeschränkten Teilhabe an Dividenden und Liquidationserlös auf. Zugleich vereinfacht sich mit der Umwandlung der Vorzugsaktien die Bilanzstruktur des Unternehmens, weil infolgedessen einheitliche Mitgliedschaftsrechte entstehen.¹¹⁷ Sodann lassen sich mit Hilfe zusätzlicher *Call*-Optionen der Wagnisfinanziere auf Stammaktien der Gründungsunternehmer sowohl Preisanpassungen verwirklichen als auch Anreizwirkungen erzielen: Die Gründerunternehmer verpflichten sich, für den Fall, daß in späteren Finanzierungsrunden nur ein geringerer Ausgabepreis erzielt werden kann, oder daß die ursprüngliche Bewertung des Unternehmens wegen des Verfehlens von *milestones* nach unten korrigiert werden muß, unentgeltlich Stammaktien auf die Wagniskapitalgeber zu übertragen. Der Umfang der Optionen kann dabei anhand der in den USA verwendeten *price protection regulations* bestimmt werden.¹¹⁸

Soweit die *Call*-Optionen auch schon vor der Umwandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien ausgeübt werden können, können die Stammaktionäre dazu verpflichtet werden, einer Umwandlung der von ihnen zu übertragenden Stammaktien in Vorzugsaktien zuzustimmen.

¹¹⁷ Siehe oben IV. 7. a).

¹¹⁸ Siehe zur Bestimmung des NCP anhand der weighted average formula oben IV. 6. c).

8. Redemption rights -- Notausstieg und Anreizinstrument

Redemption-rights betreffen den Rückerwerb von Gesellschaftsanteilen durch die Gesellschaft.¹¹⁹

Der Rückkaufpreis wird regelmäßig bestimmt durch den ursprünglichen Kaufpreis der *preferred shares* zuzüglich der aufgelaufenen, nicht ausgezahlten Dividenden.¹²⁰

Steht das *redemption right* im Ermessen der Gesellschaft, ist dieses einem *call* vergleichbar.¹²¹ Die Ankündigung, daß das Rückkaufrecht ausgeübt werde, kann die Wagniskapitalgeber zum Umtausch ihrer *preferred shares* in *common shares* veranlassen, nämlich wenn der Rückkaufpreis unter dem Marktpreis für die *common shares* liegt.¹²²

Liegt der Marktwert der Gesellschaftsanteile über dem Rückerwerbspreis, und steht den Wagniskapitalgebern in diesem Zeitpunkt kein Umtauschrecht zu, begrenzt die Ausübung des *redemption right* den möglichen Gewinn des Wagniskapitalgebers.¹²³

Steht die Entscheidung über die Ausübung des *redemption right* den Wagniskapitalgebern zu, so hat es die Wirkung eines *put*.¹²⁴ Der Wagniskapitalgeber könnte, soweit kein anderer Beteiligungsausstieg in Frage kommt, die Gesellschaft zum Rückkauf der Gesellschaftsanteile veranlassen.¹²⁵ Statt tatsächlich einen Ausstieg zu ermöglichen, soll die Drohung mit der Ausübung des *redemption right* die Gesellschaft dazu veranlassen, rechtzeitig eine andere Ausstiegsmöglichkeit, wie ein IPO, einen Verkauf an ein Unternehmen o.ä., zu ermöglichen bzw. dabei mitzuwirken.¹²⁶

Die Bedeutung von *redemption rights* wird jedoch durch die durchweg schwache Liquidität der Beteiligungsunternehmen beschränkt. Auch werden die Wagnisfinanziers *redemption rights*,

¹¹⁹ Der Rückkauf von Gesellschaftsanteilen durch die Gesellschaft ist in den USA regelmäßig erlaubt, siehe dazu Del.Gen.Corp.Law § 151(b); teilweise unterliegt er denselben Bestimmungen, die auch für die rechtmäßige Dividendenausschüttung gelten, Cal. Corp. Code §§ 500-511; so auch N.Y.B.C.L. § 513. Siehe dazu auch Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 8, S. 8-16.

¹²⁰ Zu möglichen Preisbestimmung bei „redemption rights“ siehe Cole/Sokol, 'Structuring Venture Capital Investments', in: Pratt (Hrsg.), *Pratt's Guide to Venture Capital Sources* (New York, 22nd ed., 1998), S. 31, 38.

¹²¹ Bartlett, *Equity Finance* (New York u.a., Vol.1., 1995), § 9.13, S. 209.

¹²² Bartlett, s. Fn 121, § 9.13, S. 209, 210.

¹²³ Siehe zur sog. call protection Bartlett, s. Fn 121 § 9.13, S. 209.

¹²⁴ Cole/Sokol, s. Fn 120, S. 31, 38.

¹²⁵ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 8, S. 8-16.

deren Ausübung im Ermessen der Gesellschaft steht, kaum zulassen, da diese ihre Gewinnbeteiligung begrenzen könnten.¹²⁷

Um neuen Investoren die Furcht zu nehmen, ihr Kapital könnte, statt zur Finanzierung des Wachstums, zum Rückkauf von Gesellschaftsanteilen der Alt-Investoren verwendet werden, sollte die Ausübung der *redemption rights* erst nach einer längeren Frist möglich sein (z.B. fünf Jahre nach Beteiligung). Die Auszahlung des Rückerwerbspreises sollte über mehrere Jahre verteilt werden.¹²⁸

9. Rückverkaufsrechte nach deutschem Recht

a) Allgemeines

Eine Aktiengesellschaft darf eigene Aktien grundsätzlich nicht erwerben. Das Gesetz sieht jedoch in § 71 Abs. 1 Nr. 1--8 AktG Ausnahmen von dieser Regel vor. Die Ausnahmen in den Nrn. 1--5 und Nr. 7 kommen schon wegen ihrer Zweckbindung nicht in Betracht. Somit bleiben die Ausnahmen in Nr. 8, die keine Zweckbindung kennt, und die Nr. 6, die einen Hauptversammlungsbeschluß zur Einziehung von Aktien vorsieht.

b) Erwerb eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG

Ein Rückkauf- wie auch ein Wiederverkaufsangebot hat sich wegen des Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG), auf den § 71 Abs.1 Nr. 8 S. 3 AktG ausdrücklich verweist, regelmäßig an alle Aktionäre zu richten.¹²⁹ Bei geschlossenen Aktiengesellschaften, um die es sich bei den Beteiligungsunternehmen regelmäßig handeln wird, müßte die Verwaltung daher

¹²⁶ Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 208.

¹²⁷ Testa, s. Fn 12, S. 65, 75.

¹²⁸ Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 209; Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 8, S. 8-16.

¹²⁹ Lingemann/Wasmann, 'Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht', *BB* 1998, S. 853, 860; Claussen, 'Wie ändert das KonTraG das Aktienrecht', *DB* 1998, S. 177, 180.

allen Aktionären entsprechend ihren Beteiligungsquoten Übernahmeangebote unterbreiten.¹³⁰ Wird hier nur den Vorzugsaktionären ein Rückkauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft angeboten, so ist hierin zwar eine Ungleichbehandlung zu sehen. Diese muß aber nicht notwendig einen pflichtwidrigen Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz darstellen.¹³¹ Denn zum einen kann ein schützenswertes Interesse der Gesellschaft an der Beteiligung des Wagniskapitalgebers die Ungleichbehandlung rechtfertigen: Dieser würde ohne den „Notausgang“ über ein mögliches Rückverkaufsrecht die Risiken einer Beteiligung eventuell nicht übernehmen. Zum anderen kann der einzelne Aktionär auch auf seine Gleichbehandlung verzichten.¹³² Ein solcher Verzicht könnte in der für den Rückerwerb gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG erforderlichen Ermächtigung durch die Hauptversammlung gesehen werden, soweit diese einstimmig beschlossen wurde. Der Gleichbehandlungsgrundsatz steht somit einem Rückverkaufsrecht nicht zwingend entgegen.

Ein Rückverkauf auf dem Wege des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG kommt aber praktisch, wegen der engen Beschränkungen hinsichtlich Zeit und Umfang, nicht in Betracht.

c) Erwerb zum Zwecke der Einziehung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG

Der Erwerb eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG dient der Vorbereitung einer förmlichen Kapitalherabsetzung durch Einziehung bestimmter Aktien. Durch die Einziehung erlöschen diese Mitgliedschaften.¹³³ Während bei einer Kapitalherabsetzung mittels Herabsetzung des Nennbetrages oder der Zusammenlegung sämtliche Aktienrechte betroffen sind, wird das Grundkapital bei der Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien durch die Vernichtung einzelner Aktienrechte gemindert. Die übrigen Aktienrechte bleiben in ihrem Bestand unberührt.¹³⁴ Aspekte der Gleichbehandlung sind hier nicht von Bedeutung. Das Gleichbehandlungsgebot kann durch entsprechende Festlegung in der Satzung vor Übernahme der Aktien durchbrochen

¹³⁰ Begr. RegE KonTraG, *BT-Drucks.* 13/9712 v. 28.1.1998, S. 13, 14.

¹³¹ Hüffer, s. Fn 23, § 53 a, Rn 8ff.

¹³² Hüffer, s. Fn 23, § 53 a, Rn 5.

¹³³ Lutter, s. Fn 83, § 237, Rn 5, 9.

¹³⁴ Hefermehl in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. IV, 1. Aufl., 1993), § 237, Rn 2.

werden.¹³⁵ Die Erwerbsmöglichkeit gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG ist weder der Beschränkung hinsichtlich des Umfangs gemäß § 71 Abs. 2 AktG (10 % des Grundkapitals) noch der zeitlichen Anforderung für die Ermächtigung der Hauptversammlung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG (Geltungsdauer 18 Monate) unterworfen. Voraussetzung für einen Erwerb nach Nr. 6 ist, daß diesem ein Kapitalherabsetzungs- und Einziehungsbeschluß der Hauptversammlung gemäß § 237 Abs. 2 S. 1 i. V. m. § 222 Abs. 1 S. 1 AktG vorausgeht.¹³⁶ Der Beschluß muß vorsehen, daß es sich um eine Einziehung von Aktien nach deren Erwerb durch die Gesellschaft handelt. Er muß den Zweck der Einziehung nennen und die Höhe des Herabsetzungsbetrages festsetzen.¹³⁷ Anders als bei der Zwangseinziehung nach § 237 Abs. 1 S. 2 AktG setzt die Einziehung nach vorherigem Erwerb keine Erlaubnis in der Satzung voraus, da der Erwerb nicht gegen den Willen des Aktionärs vollzogen werden kann.¹³⁸ Soweit der Erwerb nicht unter den besonderen Voraussetzungen des

§ 237 Abs. 3 AktG erfolgt, darf das Entgelt für die Aktien gemäß § 237 Abs. 2 S. 3 i. V. m. § 225 Abs. 2 S. 1 AktG erst nach Ablauf der sechsmonatigen Schutzfrist und Befriedigung oder Sicherstellung aller fristgerecht an die Gesellschaft herangetretenen Gläubiger gezahlt werden.¹³⁹ Übersteigt die Höhe des Entgeltes den Nennbetrag der Aktien, was regelmäßig der Fall sein wird,¹⁴⁰ so muß dieser Mehraufwand aus anderen Mitteln, wie etwa freien Rücklagen (andere Gewinnrücklagen) oder aus dem Bilanzgewinn aufgebracht werden, § 237 Abs. 3 Nr. 2 AktG.¹⁴¹

Die Gestaltung eines Rückverkaufsrechts über § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG erfordert neben der schuldrechtlichen Verpflichtung der Gesellschaft zum Rückkauf der Aktien den bereits erwähnten Kapitalherabsetzungs- und Einziehungsbeschluß. Ohne diesen wäre das schuldrechtliche Geschäft nichtig, § 71 Abs. 4 S. 2 AktG. Dieser Beschluß bedarf nach § 237 Abs. 2 S. 1 i. V. m. § 222 Abs. 1

¹³⁵ Lutter, s. Fn 83, § 237, Rn 63.

¹³⁶ Lutter, s. Fn 24, § 71, Rn 66; Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 71, Rn 120.

¹³⁷ Hüffer, s. Fn 23, § 237, Rn 24.

¹³⁸ Hefermehl in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. IV., 1. Aufl., 1993), § 237, Rn 10.

¹³⁹ Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 71, Rn 122.

¹⁴⁰ Der Nennwert der Vorzugsaktien liegt unter dem vereinbarten Rückkaufserwerbsentgelt, das sich aus dem Kaufpreis zzgl. der aufgelaufenen, nicht ausgezahlten Dividenden zusammensetzen wird.

¹⁴¹ Lutter, s. Fn 83, § 237, Rn 73; Schilling, s. Fn 114, § 237, Anm. 18.

AktG mindestens einer $\frac{3}{4}$ Mehrheit des bei Beschlußfassung anwesenden Kapitals.¹⁴² Darüber hinaus sind zustimmende Sonderbeschlüsse mit entsprechenden Kapitalmehrheiten zu fassen, § 222 Abs. 2 AktG. Da die Wagniskapitalgeber typischerweise nicht über die erforderliche Mehrheit für den Hauptversammlungsbeschluß verfügen werden, und sie auch nicht an dem von den Stammaktionären zu fassenden Sonderbeschluß mitwirken, kann das Zustandekommen dieser beiden Beschlüsse nur durch Stimmrechtsbindungen gewährleistet werden. Die Stammaktionäre müssen sich verpflichten, den Kapitalherabsetzungs- und Einziehungsbeschluß mit herbeizuführen und diesem im Wege des Sonderbeschlusses auch zuzustimmen.¹⁴³

Die Ausübung der so geschaffenen Rückverkaufsrechte sollte erst nach einer bestimmten Beteiligungszeit (7--10 Jahre) zugelassen werden. Die gesamte Beteiligung sollte auf diese Weise nur in mehreren Schritten aufgegeben werden können. Diese Gestaltung trägt dazu bei, neue Investoren in weiteren Finanzierungsrunden nicht abzuschrecken, und mindert die Folgen des Liquiditätsabflusses für die Gesellschaft.

d) Angeordnete Zwangseinziehung gemäß § 237 Abs. 1, 6 AktG

Ohne einen vorherigen Erwerb durch die Gesellschaft ist die Einziehung von Aktien nur möglich, soweit diese bereits in der Satzung angeordnet oder gestattet war, § 237 Abs. 1 S. 2 AktG. Eine solche Zwangseinziehung muß dabei nicht notwendig bedeuten, daß sie gegen den Willen des betreffenden Aktionärs vorgenommen wird. Vielmehr sind Satzungsbestimmungen zulässig, die die Einziehung gerade von einem Einziehungsverlangen des betreffenden Aktionärs oder einer Aktionärsgruppe abhängig machen.¹⁴⁴ Ein solches Einziehungsrecht kann als Sonderrecht einzelner Aktionäre durch die Satzung festgelegt werden.¹⁴⁵ Die angeordnete Zwangseinziehung bedarf, im Gegensatz zu der bloß zugelassenen Einziehung oder der Einziehung nach vorherigem Erwerb

¹⁴² Hefermehl, s. Fn 138, § 237, Rn 23.

¹⁴³ Derartige Stimmrechtsvereinbarungen sind wirksam, soweit sie ihrem Inhalt nach hinreichend bestimmbar sind; siehe dazu Noack, s. Fn 36, S. 319, wo er für Kapitalerhöhungen fordert, daß die Stimmrechtsvereinbarung Höchst- oder Mindestbeträge der Kapitalerhöhung benennen muß.

¹⁴⁴ Hüffer, s. Fn 23, § 237, Rn 12; Lutter, s. Fn 83, § 237, Rn 36.

¹⁴⁵ Schilling, s. Fn 114, § 237, Anm. 9.

gemäß § 237 Abs. 6 S. 1 AktG, keines weiteren Beschlusses der Hauptversammlung mehr. Die angeordnete Zwangseinziehung erfordert dagegen, daß die Satzung sämtliche Modalitäten der Einziehung wie Bedingungen, Zeit, Ausmaß und Entgelt genau regelt. Der Verwaltung darf keinerlei Entscheidungsspielraum verbleiben.¹⁴⁶ Die Satzung muß einen zwingenden Einziehungsplan aufstellen, der dem Vorstand lediglich technische Details oder die Auswahl eines Zeitpunktes innerhalb einer festgesetzten Frist überläßt.¹⁴⁷ Auch bei der angeordneten Zwangseinziehung sind Einziehungsentgelte über dem Nominalwert nur zulässig, soweit zur Abdeckung des übersteigenden Betrages entweder ein Bilanzgewinn oder Gewinnrücklagen vorhanden sind.¹⁴⁸ Die Zulässigkeit eines Beteiligungsausstiegs mit Hilfe eines satzungsmäßigen Einziehungsrechts gemäß § 237 Abs. 1, 6 AktG steht des weiteren unter dem Vorbehalt der dem Gläubigerschutz dienenden Regelungen des § 225 AktG. Der Vorstand ist verpflichtet, die Aktien einzuziehen, soweit der die Einziehung auslösende Sachverhalt vorliegt und dem Gläubigerschutz Rechnung getragen worden ist.¹⁴⁹ Den Wagniskapitalgebern steht damit ohne die aktuelle Zustimmung der Hauptversammlung ein Beteiligungsausstieg gegen Vergütung mit Gesellschaftsmitteln offen.

V. Stimmrechtsregelungen und Sicherung des Einflusses

1. Gestaltungen im U.S.-amerikanischen Recht

a) Allgemeines

Die Stimmrechte der *preferred shares* ermöglichen den Wagniskapitalgebern, in entscheidender Weise auf die Geschicke der Gesellschaft Einfluß nehmen zu können.

¹⁴⁶ Lutter, s. Fn 83, § 237, Rn 34; Hefermehl, s. Fn 138, § 237, Rn 13.

¹⁴⁷ Schilling, s. Fn 114, § 237, Anm. 8.

¹⁴⁸ Lutter, s. Fn 83, § 237, Rn 73.

¹⁴⁹ Lutter, s. Fn 83, § 237, Rn 43.

Die *preferred shares* besitzen grundsätzlich die gleichen Stimmrechte wie die *common shares*, so daß ihre Inhaber in allen Angelegenheiten mit abstimmen können.¹⁵⁰ Die Stimmrechtsanzahl der *preferred stock*-Inhaber bemißt sich nach der Anzahl der Stimmrechte, die ihnen bei einem Umtausch ihrer *preferred shares* in *common shares* durch letztere gewährt würden.¹⁵¹

b) Class voting

Über inhaltliche Änderungen der Rechte der *preferred shares* und über Maßnahmen, die sich negativ auf den Status der *preferred shares* auswirken könnten, stimmen die Inhaber des *preferred stock* unter sich als Gruppe ab (*class voting*).¹⁵² Die *preferred stock*-Inhaber können so verhindern, daß sie belastende Entscheidungen gegen ihren mehrheitlichen Willen von den *common stock*-Inhabern als Mehrheitsaktionären durchgesetzt werden. Das *class voting* kann auch auf sonstige außerordentliche Geschäftsvorgänge, wie z.B. Verschmelzungen oder den Verkauf wesentlicher Vermögenswerte, ausgedehnt werden.¹⁵³ Die Mehrheit der *preferred stock*-Inhaber erhält so ein Vetorecht für derartige Geschäftsvorgänge.¹⁵⁴

c) Wahl des board of directors

Den *preferred stock*-Inhabern kann im Wege des *class voting* auch das Recht eingeräumt sein, eine bestimmte Anzahl von Sitzen des *board of directors* zu besetzen.¹⁵⁵ Der *board of directors* ist in *close companies* sowohl für die Geschäftsführung als auch für die Festlegung der Unternehmenspolitik zuständig. Mit Hilfe des *class voting* kann die Besetzung dieses entscheidenden Gesellschaftsgremiums vom Umfang des Anteilbesitzes gelöst werden. Den

¹⁵⁰ Dies ist weitgehend der gesetzliche Regelfall, soweit nicht durch Satzung etwas anderes bestimmt ist, siehe: Cal. Corp. Code § 700 (a); Del.Gen.Corp.L. § 212; M.B.C.A. § 33; R.M.B.C.A. § 7.21 (a).

¹⁵¹ Testa/Asher/Todd/Hession, 'Venture Capital Investment', in: Mann (Hrsg.), *Venture Capital 1991* (New York, 1991), S.40, 41; Bartlett, s. Fn 11, § 13.4, S. 252; Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 218.

¹⁵² Coben/Woronoff, s. Fn 42, § 8.02 (4) (f); auch dies ist teilweise schon gesetzlich vorgeschrieben, siehe Cal. Corp. Code § 903; Del.Gen.Corp.L. § 242 (b) (2); vgl. auch M.B.C.A. § 60; R.M.B.C.A. § 10.04.

¹⁵³ Coben/Woronoff, s. Fn 42, § 8.02 (4) (f).

¹⁵⁴ Haynsworth, *Organizing a Small Business Entity* (Philadelphia 1986), § 5.02 (c), S. 236, 237.

¹⁵⁵ O'Neal/Thompson, s. Fn 41, § 3.19; Coben/Woronoff, s. Fn 42, § 8.02 (4) (f).

Inhabern des *preferred stock* kann eine größere Anzahl an *board*-Sitzen zur Besetzung überlassen werden, als ihnen aufgrund ihres Anteilbesitzes zustehen würde.¹⁵⁶

Die Vertretung der Wagniskapitalgeber im *board of directors* kann, statt durch *class voting*, auch durch Stimmbindungen im sogenannten *shareholder agreement* sichergestellt werden. Diese Alternative wird insbesondere dann gewählt, wenn der Kapitalgeber sich noch als *Venture Capital Operating Company* (VCOC) qualifizieren muß, um den Ausnahmetatbestand der *Plan Asset Regulation* des *Department of Labor* zu erfüllen.¹⁵⁷ Das Management eines Wagniskapitalfonds, der Pensionsfonds als Investoren hat und sich nicht als VCOC qualifizieren kann, unterliegt in seiner Geschäftstätigkeit zahlreichen Beschränkungen der *Plan Asset Regulation*.¹⁵⁸

d) Absetzung der *directors*

Ein *director* kann mit, aber auch ohne Grund abgesetzt werden.¹⁵⁹ Für die Absetzung eines *director* bedarf es grundsätzlich einer einfachen Mehrheit der Gesellschafter. Soweit die *directors* im Wege des *class voting* gewählt worden sind, wird dieser Grundsatz dahin modifiziert, daß sich die entsprechende Mehrheit innerhalb der Gesellschaftergruppe finden muß, die den betreffenden *director* gewählt hat.¹⁶⁰ Diese Regelung schützt zwar die von den Wagniskapitalgebern gewählten *directors* vor einer Absetzung durch die Stammaktionäre. Andererseits kann damit aber auch ein von den Stammaktionären gewählter *director* nicht ohne deren Zustimmung abgesetzt werden.

Bei Verletzung oder Nichteinhaltung bestimmter Zusicherungen und Garantien oder bei Verfehlen bestimmter *milestones* kann es erforderlich werden, daß die Wagniskapitalgeber gegen den Willen der Gründerunternehmer den *board of directors* mehrheitlich besetzen, um diese Mißstände zu beseitigen. Dies kann durch einen sogenannten *control switch* oder *voting switch*

¹⁵⁶ Cavitch/Zolman, *Business Organisations with tax planning* (New York, 1984), § 124.05(2); für Delaware siehe Balotti/Finkelstein, *The Delaware Law of Corporations* (New York, Vol. 1., 3rd ed., 1998), § 4.5 zu Del.Gen.Corp.L. § 141(k).

¹⁵⁷ Siehe dazu Testa/Hugg/Goodlaw, 'Investment by Retirement Plans in Venture Capital Funds under ERISA', in: Halloran u.a. (Hrsg.), *Venture Capital and Public Offering Negotiation* (New York, 3rd ed., 1997) (Supplement 1999), § 4, 4-15ff.

¹⁵⁸ Siehe dazu demnächst Möller, s. Fn 9.

¹⁵⁹ Cavitch, s. Fn 156, § 124.06(1); Henn/Alexander, *Laws of Corporations* (St. Paul, Minnesota, 1983), § 205, S. 559; siehe dazu auch Del.Gen.Corp.L § 141(k); R.M.B.C.A. § 8.08; Cal. Corp. Code §§ 152, 303 (a).

erreicht werden.¹⁶¹ Der *voting switch* erlaubt den Wagniskapitalgebern, zusätzliche *directors* zu wählen, so daß sie die Mehrheit im *board of directors* stellen.¹⁶² Sofern für einen solchen Fall nicht die Erhöhung der Mitgliederanzahl des *board of directors* vorgesehen ist, endet die Amtszeit einer entsprechenden Anzahl von *directors*, die von den Gründerunternehmern gewählt worden sind.¹⁶³ Die Beherrschung des *board of directors* durch die Wagniskapitalgeber soll jedoch nur von begrenzter Dauer sein. Eine endgültige Umverteilung der Kontrollverhältnisse ist nicht bezweckt. Der *voting switch* wird daher nur solange aufrechterhalten, bis die Mißstände beseitigt sind.¹⁶⁴

2. Gestaltungen nach deutschem Recht

a) Allgemeines

Wenn die Satzung nichts Abweichendes bestimmt, unterscheiden sich die stimmberechtigten Vorzugsaktien hinsichtlich des Stimmrechts nicht von den Stammaktien.¹⁶⁵ Die Vorzugsaktionäre stimmen gemeinsam mit den Stammaktionären in allen der Hauptversammlung durch Gesetz und durch Satzung zugewiesenen Fällen ab, § 119 Abs. 1 AktG. Beschlüsse der Hauptversammlung bedürfen nach § 133 Abs. 1 AktG grundsätzlich der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen. Für eine Satzungsänderung sieht § 179 Abs. 2 S. 1 AktG eine $\frac{3}{4}$ Mehrheit des bei der Beschlußfassung anwesenden Grundkapitals vor. Damit besteht für die Wagniskapitalgeber sowohl bei gewöhnlichen Hauptversammlungsbeschlüssen als auch bei Satzungsänderungen die Gefahr, von den Stammaktionären, die regelmäßig über die Stimmenmehrheit verfügen, überstimmt zu werden.

¹⁶⁰ Cal. Corp. Code § 303(a)(2); Del.Gen.Corp.L. § 141(k)(i); R.M.B.C.A. § 8.08(b).

¹⁶¹ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 8, S. 8-28; für Kalifornien siehe Clark, *Ballantine & Sterling, California Corporation Laws*, (Charlottesville, VA, 1998), § 81.03 (3); für Delaware siehe Balotti/Finkelstein, s. Fn 156, § 4.4.

¹⁶² Bartlett, s. Fn 11, § 9.2 (a), S. 162,163; Petillion/Hull, s. Fn 108, § 7.06.

¹⁶³ Clark, s. Fn 161, § 81.03 (3).

¹⁶⁴ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 8, S. 8-29.

¹⁶⁵ Ebeling, s. Fn 40, S. 115.

b) Stimmrechts- und Beschlußgestaltungen

aa) Sonderbeschlüsse

Für besonders bedeutsame Beschlußgegenstände,¹⁶⁶ wie z.B. im Falle des § 179 Abs. 3 AktG, ordnet das Gesetz zum Schutz der Minderheit einen zustimmenden Sonderbeschluß der nachteilig betroffenen Aktionäre an. Ohne diesen Sonderbeschluß ist der Hauptversammlungsbeschluß unwirksam.¹⁶⁷ Das in § 138 AktG geregelte und für bestimmte Beschlußgegenstände bereits vom Gesetz vorgesehene Instrument des Sonderbeschlusses stellt ein gesetzlich geregeltes „class voting“ dar. Darüber hinaus kann die Satzung für weitere Beschlußgegenstände das Erfordernis eines Sonderbeschlusses statuieren, § 138 S. 1 AktG. Damit besteht die Möglichkeit, den Vorzugsaktionären ein Vetorecht gegen Maßnahmen der Stammaktionäre einzuräumen.

bb) Erhöhung der Mehrheitserfordernisse

Dieses Ergebnis läßt sich auch durch eine Erhöhung der Mehrheitserfordernisse für Hauptversammlungsbeschlüsse sicherstellen, so daß diese dann die Stimmen der Vorzugsaktionäre benötigen. Beide Schutzmechanismen können jedoch lediglich eine Maßnahme der Mehrheit gegen den Willen der Minderheit verhindern. Für den umgekehrten Fall, daß eine von den Wagniskapitalgebern gewünschte Maßnahme der mehrheitlichen Zustimmung der Stammaktionäre bedarf, bieten sie keine Handhabe.

cc) Stimmbindungsverträge

Die Praxis greift, um dies sicherzustellen, auf das schuldrechtliche Instrument des Stimmbindungsvertrages zurück.¹⁶⁸ Diese Stimmbindungsverträge können sämtliche

¹⁶⁶ Siehe dazu bei Hüffer, s. Fn 23, § 138, Rn 2.

¹⁶⁷ Hüffer, s. Fn 23, § 138, Rn 8 u. § 241, Rn 6 mit weiteren Nachweisen.

¹⁶⁸ Zur Zulässigkeit und Erfüllungssicherung von satzungsergänzenden Nebenverträgen, insbesondere von Stimmbindungen, siehe König, *Der satzungsergänzende Nebenvertrag* (Baden-Baden, 1996), S. 24 ff; Lübbert, *Abstimmungsvereinbarungen in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG-Staaten, der Schweiz und Großbritanniens* (Baden-Baden, 1971), S. 97ff; Noack, s. Fn 36, S. 66ff.

Beschlußgegenstände der Hauptversammlung betreffen. Gegenüber den zuvor beschriebenen statutarischen Regelungen bieten schuldrechtliche Stimmbindungen den Vorteil, eine unerwünschte Publizität zu vermeiden. Im Hinblick auf den Inhalt, die Beteiligten, die Geltungsdauer sowie Sanktionsmöglichkeiten bei Nichteinhaltung stellen Stimmbindungsverträge das flexiblere Instrument dar.¹⁶⁹

dd) Begrenzte Hauptversammlungskompetenzen

Alle drei Varianten der Einflußsicherung haben gemeinsam, daß sie infolge der strikten Kompetenzverteilung des Aktienrechts (§ 119 Abs. 1 i.V.m. § 23 Abs. 5 AktG) auf die begrenzten Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung beschränkt sind. Ein Mitentscheidungsrecht in Geschäftsführungsangelegenheiten kann der Hauptversammlung, soweit dies nicht kraft Gesetzes vorgesehen ist, nur durch eine in das Ermessen des Vorstandes gestellte Initiative zukommen, § 119 Abs. 2 AktG.¹⁷⁰ Eine Ausnahme hiervon bilden die von der Rechtsprechung¹⁷¹ anerkannten Fälle der „Strukturmaßnahmen von herausragender Bedeutung“ (Holzmüller-Fälle). In diesen Fällen wird eine „Ermessensschrumpfung“ des Vorstands angenommen: Danach schlägt das von § 119 Abs. 2 AktG vorausgesetzte Ermessen des Vorstands in eine Pflicht zur Vorlage an die Hauptversammlung um, wenn der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe die Entscheidung in ausschließlich eigener Verantwortung treffen, ohne die Hauptversammlung zu beteiligen.¹⁷²

Diese Pflicht des Vorstands, in bestimmten Fällen die Hauptversammlung zur Entscheidung über eine Geschäftsführungsfrage anzurufen, kann nicht durch die Satzung erweitert werden. Einer solchen Satzungsbestimmung stünde § 23 Abs. 5 S. 2 AktG entgegen, da § 119 Abs. 2 AktG die Entscheidung über die Beteiligung der Hauptversammlung an Geschäftsführungsmaßnahmen erkennbar dem Vorstand überlassen will.¹⁷³ Die Vertragspraxis behilft sich deshalb häufig in der

¹⁶⁹ König, s. Fn 168, S. 29f.

¹⁷⁰ Eckhardt in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. II, 1. Aufl., 1974), § 119, Rn 12ff.

¹⁷¹ BGHZ 83, S. 122.

¹⁷² Siehe dazu bei Hüffer, s. Fn 23, § 119, Rn 16ff.

¹⁷³ Eckhardt, s. Fn 170, § 119 Rn 17.

Weise, daß die Aktionäre zusätzlich zu dieser Eigenkapitalbeteiligung z.B. eine stille Beteiligung an der Aktiengesellschaft vereinbaren oder mit dieser ergänzende Kreditverträge schließen. In diesen Verträgen werden den stillen Gesellschaftern oder Kreditgebern weitergehende Rechte eingeräumt, als sie das Aktienrecht für die Aktionäre vorsieht.¹⁷⁴

c) Einflußsicherung durch Vertretung im Vorstand

Der Vorstand leitet gemäß § 76 Abs. 1 AktG die Gesellschaft unter eigener Verantwortung, ist also an Weisungen anderer Gesellschaftsorgane oder der Aktionäre nicht gebunden.¹⁷⁵

Die Leitung der Gesellschaft umfaßt sowohl die Formulierung der Unternehmenspolitik und die Entscheidungen über die zu übernehmenden geschäftlichen und finanziellen Risiken als auch die Maßnahmen, die erforderlich sind, um die Unternehmenspolitik durchzusetzen.¹⁷⁶

aa) Kein direkter Einfluß auf die Bestellung des Vorstandes

§ 84 Abs. 1 S.1 AktG weist die Bestellung von Vorstandsmitgliedern ausschließlich dem Aufsichtsrat zu.¹⁷⁷ Außer Frage steht damit, daß die Entscheidung darüber, wer Vorstandsmitglied wird, weder einem anderen Gesellschaftsorgan oder einem Aufsichtsratsausschuß, noch einem einzelnen Aktionär als Sonderrecht oder einem Dritten auch nur zur Mitwirkung überlassen werden darf.¹⁷⁸

Die Wagnisfinanziers können damit als Aktionäre nicht unmittelbar ihre eigene Wahl oder die Wahl eines von ihnen bestimmten Repräsentanten in den Vorstand durchsetzen.

bb) Mittelbare Einflußnahme auf die Bestellung des Vorstandes

¹⁷⁴ Zum Weg über eine zusätzlich stille Beteiligung siehe auch Weigl, 'Anwendungs- und Problemfelder der stillen Gesellschaft', *DSiR* 1999, S. 1568, 1570f.

¹⁷⁵ Hüffer, s. Fn 23, § 76, Rn 10.

¹⁷⁶ Hefermehl in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. II, 1. Aufl., 1973), § 76, Rn 9, 10.

¹⁷⁷ Hefermehl, s. Fn 176, § 84, Rn 7.

¹⁷⁸ Baums, *Der Geschäftsleitungsvertrag* (Köln, 1987), S. 66.

Ein Mehrheitsaktionär kann zwar den Aufsichtsrat mit ihm nahestehenden Personen besetzen, die dann für die Wahl der Kandidaten des Mehrheitsaktionärs in den Vorstand sorgen.¹⁷⁹ Diese faktische Möglichkeit des Mehrheitsaktionärs, seinen Kandidaten für den Vorstand auch ohne unzulässige Satzungsbestimmung durchzusetzen¹⁸⁰, besteht für einen Wagnisfinanzier als Minderheitsgesellschafter aber nicht. Er läuft vielmehr ohne entsprechende Vorkehrungen Gefahr, daß seinen Vorstellungen schon bei der Besetzung des Aufsichtsrats nicht entsprochen wird. Zwar könnten die Wagnisfinanziers ihre Vertretung im Aufsichtsrat mittels eines satzungsmäßigen Entsendungsrechts gemäß § 101 Abs. 2 AktG sicherstellen. Aufgrund eines solchen Entsendungsrechtes kann jedoch höchstens ein Drittel der sich aus dem Gesetz oder der Satzung ergebenden Zahl der Aufsichtsratsmitglieder bestimmt werden, § 101 Abs. 2 S. 4 AktG. Für gesetzlich vorgesehene Beschlüsse des Aufsichtsrates, wie über die Bestellung des Vorstandes, kann die Satzung jedoch keine andere als die einfache Mehrheit und auch keine weiteren Erfordernisse festlegen.¹⁸¹ Danach läßt sich für die von den Wagniskapitalgebern entsandten Aufsichtsratsmitglieder nicht einmal ein Vetorecht bei der Wahl der Vorstandsmitglieder statuieren.

Auch eine schuldrechtliche Verpflichtung der Aufsichtsratsmitglieder, bestimmte Personen zu Vorstandsmitgliedern zu bestellen, wäre nichtig.¹⁸² Das gilt sowohl für die von den Wagniskapitalgebern entsandten wie für die von den Stammaktionären gewählten Aufsichtsratsmitglieder. Die Bestellung des Vorstands ist unter Beachtung des allgemein gültigen, in § 4 Abs. 3 S. 2 MontanMitbestG ausdrücklich niedergelegten Grundsatzes, daß sämtliche Entscheidungen des Aufsichtsrates nach freiem Ermessen zu treffen sind, vorzunehmen.¹⁸³

Somit kann ein Vorstandskandidat nur durchgesetzt werden, wenn der Aufsichtsrat mehrheitlich mit den Wagniskapitalgebern nahestehenden oder zumindest „neutralen“ Personen besetzt werden kann. Die erforderliche Repräsentanz im Aufsichtsrat ist über

¹⁷⁹ Hefermehl, s. Fn 176, § 84, Rn 10.

¹⁸⁰ Baums, s. Fn 178, S. 66.

¹⁸¹ Geßler in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. II, 1. Aufl., 1974), § 108, Rn 22; Hüffer, s. Fn 23, § 108, Rn 8.

¹⁸² Hefermehl in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München Bd. II, 1. Aufl., 1973, 1974), § 84, Rn 9.

¹⁸³ Baums, s. Fn 178, S. 67.

Stimmbindungsvereinbarungen zu erreichen, in denen sich die Stammaktionäre verpflichten, von den Vorzugsaktionären bestimmte Personen in den Aufsichtsrat zu wählen.¹⁸⁴

d) Einflußsicherung durch Vertretung im Aufsichtsrat

Nicht immer ist die Übernahme eines Vorstandsamtes durch den Wagnisfinanzier erforderlich und wegen des damit verbundenen Zeitaufwandes auch nicht immer erwünscht. Somit stellt sich die Frage, wieweit die bloße Vertretung im Aufsichtsrat den Wagniskapitalgebern Einfluß- und Kontrollrechte verschaffen kann.

aa) Personalkompetenz

Von größter Bedeutung ist hier, wie sich bereits aus dem Vorstehenden ergibt, die Personalkompetenz des Aufsichtsrates. Hat der Wagniskapitalfinanzier über einen Stimmbindungsvertrag die für die Durchsetzung eines Vorstandskandidaten erforderliche Mehrheit im Aufsichtsrat sichergestellt, so kann diese Aufsichtsratsmehrheit auch, falls erforderlich, dazu genutzt werden, das Vorstandsmitglied abzurufen. Das Abberufungsrecht des Aufsichtsrates ist freilich, um die weisungsunabhängige Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand zu gewährleisten, durch das Erfordernis eines wichtigen Grundes für die Abberufung eingeschränkt (§ 84 Abs. 3 AktG). Bloße Meinungsverschiedenheiten des Aufsichtsrates und des Vorstandes über die optimale Geschäftspolitik rechtfertigen daher eine Abberufung nicht.¹⁸⁵ Da in den uns interessierenden Fällen regelmäßig Personenidentität von Mehrheitsaktionär(en) und Vorstandsmitglied(ern) bestehen wird, scheidet auch der Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung als möglicher Widerrufsgrund (vgl. § 84 Abs. 3 S.2 AktG) praktisch aus. Ein gewisser Ausgleich kann aber dadurch geschaffen werden, daß die Bestellung der Vorstandsmitglieder nur für einen deutlich unter fünf Jahren liegenden Zeitraum vorgenommen wird. Eine kürzere Bestellsdauer ermöglicht den im Aufsichtsrat mehrheitlich vertretenen

¹⁸⁴ Noack, s. Fn 36, S. 278; Lübbert, s. Fn 168, S. 111ff; König, s. Fn 168, S. 25.

¹⁸⁵ Baums, s. Fn 178, S. 300.

Wagniskapitalgebern, häufiger, nämlich jeweils bei der Entscheidung über eine Neubestellung oder Verlängerung der Bestellung gemäß § 84 Abs. 1 S. 2 AktG, die Managementleistung erneut zu bewerten und das Vorstandsverhältnis notfalls auch ohne wichtigen Grund zu beenden.

Neben der Personalkompetenz gemäß § 84 Abs. 1, 3 AktG steht dem Aufsichtsrat eine Reihe von Instrumenten zur Verfügung, um die Geschäftsführung überwachen zu können. Dazu gehören die Berichtspflichten des Vorstandes gemäß § 90 AktG, die Einsichts- und Prüfungsrechte nach § 111 Abs. 2 S. 1 AktG und die Zustimmungsvorbehalte für bestimmte Geschäfte gemäß § 111 Abs. 4 S. 2 AktG.

bb) Berichtspflichten des Vorstands

Den Berichtspflichten aus § 90 Abs. 1 AktG muß der Vorstand aus eigener Initiative turnusgemäß nachkommen. Die Berichtspflichten des Absatzes 3 werden dagegen durch ein Auskunftsverlangen des Organs Aufsichtsrat oder durch das Verlangen eines einzelnen Aufsichtsratsmitglieds ausgelöst.¹⁸⁶ In allen Fällen ist das Organ der Berichtsempfänger, wobei die Pflicht des Vorstands mit der Berichterstattung an den Aufsichtsratsvorsitzenden erfüllt ist. Der Dualismus der Berichtspflichten des Vorstands und deren Ergänzung durch die Einsichts- und Prüfungsrechte nach § 111 Abs. 2 AktG ermöglichen eine effiziente Überwachung der Geschäftsführung.

cc) Zustimmungsvorbehalte

Unmittelbar in Geschäftsführungsangelegenheiten mitzuwirken ist dem Aufsichtsrat nur im Rahmen des § 111 Abs. 4 S. 2 AktG möglich. Sind bestimmte Geschäfte unter einen Zustimmungsvorbehalt gestellt, so kann der Aufsichtsrat nicht nur Rechtsgeschäfte, sondern auch interne Leitungsmaßnahmen blockieren.¹⁸⁷ Diese Ausnahme vom Prinzip, daß Geschäftsführungsangelegenheiten grundsätzlich allein dem Vorstand vorbehalten sind, ist jedoch

¹⁸⁶ Hüffer, s. Fn 23, § 90, Rn 4ff, 11 u. 12.

¹⁸⁷ Hüffer, s. Fn 23, § 111, Rn 18.

ihrerseits wiederum in zweierlei Hinsicht beschränkt: Dem Aufsichtsrat können keine eigenen aktiven Kompetenzen eingeräumt werden; er bleibt auf das passive Vetorecht verwiesen. Und das Zustimmungserfordernis muß sich auf bestimmte Arten von Geschäften beziehen.¹⁸⁸

dd) Effektiver Einsatz der Kontroll- und Einflußrechte

Die Wagnisfinanziers erhalten durch ihre Vertretung im Aufsichtsrat umfassende Kontrollrechte und Einflußmöglichkeiten. Hierbei ist zu beachten, daß diese Rechte regelmäßig nur dem Organ zustehen. Die Wahrnehmung der Kontrollrechte erfordert daher eine Entscheidung des Organs, die gemäß § 108 Abs. 1 AktG durch Beschluß zu treffen ist. Für das Zustandekommen eines solchen Beschlusses ist ein Beschlußantrag erforderlich, der grundsätzlich mit einfacher Mehrheit der abgegebenen Stimmen angenommen werden kann.¹⁸⁹ Für gesetzlich vorgesehene Beschlüsse darf von diesem Grundsatz weder durch andere Mehrheitserfordernisse in der Satzung abgewichen, noch darf einem Aufsichtsratsmitglied durch die Satzung ein Vetorecht eingeräumt werden.¹⁹⁰ Ein effektiver Einsatz der Kontroll- und Einflußrechte des Aufsichtsrats für die Wagniskapitalgeber erfordert daher, daß sie über die Mehrheit der Stimmrechte im Aufsichtsrat verfügen.

VI. Übertragungsbeschränkungen

1. U.S.-amerikanische Regelungen -- Allgemeines

Die Übertragung von Gesellschaftsanteilen kann heute in den meisten Bundesstaaten durch Vertrag oder Satzungsbestimmung beschränkt werden.¹⁹¹ Die Verbindlichkeit dieser Übertragungsbeschränkungen hängt dann häufig von einem deutlichen Hinweis in der Urkunde

¹⁸⁸ Geßler, s. Fn 181, § 108, Rn 21, 22.

¹⁸⁹ Geßler, s. Fn 181, § 108, Rn 20; Hüffer, s. Fn 23, § 108, Rn 6.

¹⁹⁰ Hüffer, s. Fn 23, § 108, Rn 8.

¹⁹¹ O'Neal/Thompson, s. Fn 41, § 7.06; siehe z.B. Del.Gen.Corp.L. § 202, R.M.B.C.A. § 6.27.

über den Gesellschaftsanteil ab.¹⁹² Bei Verletzung der Übertragungsbeschränkungen gewähren die Gerichte Schadensersatzansprüche, erklären die verletzenden Übertragungen für ungültig oder räumen den verletzten Parteien besondere Ansprüche ein.¹⁹³

Um die Einhaltung der Übertragungsbeschränkungen sicherzustellen, können vertragliche Regelungen oder Satzungsbestimmungen den Verlust des Dividendenrechts und des Stimmrechts der abredewidrig verkauften Gesellschaftsanteile vorsehen. Den sichersten Schutz gewährt die präventive treuhänderische Hinterlegung der Gesellschaftsanteile.¹⁹⁴

2. Formen der Übertragungsbeschränkung nach U.S.-amerikanischem Recht

Die Beschränkungsmöglichkeiten variieren hinsichtlich der Reichweite und der Art der Beschränkung. Zu unterscheiden sind *restriction with consent requirements*, *rights of first refusal* und *co-sale rights*.¹⁹⁵ Diese Regelungen sollen den Ausstieg der Gründerunternehmer zu einem Zeitpunkt, in dem ihre weitere Beteiligung für die Entwicklung des Unternehmens erforderlich ist, ausschließen und das Eindringen unerwünschter neuer Investoren unterbinden.

a) Restriction with consent requirements

Diese absoluten Übertragungsverbote untersagen den Verkauf, die Verpfändung sowie andere wirtschaftlich vergleichbare Handlungen ohne Zustimmung der Wagnisfinanziers. Den Gründerunternehmern wird dabei häufig keine andere Möglichkeit belassen, anderwärts Liquidität zu erhalten.¹⁹⁶ Diese Regelungen werden dadurch entschärft, daß die Zustimmung nicht willkürlich

¹⁹² Außer in Kalifornien (Cal. Corp. Code. § 418 (b)) auch in anderen Staaten, siehe dazu O'Neal/Thompson, s. Fn 41, § 7.06 (Fn 19).

¹⁹³ O'Neal/Thompson, s. Fn 41, § 7.25. So kann z.B. bei Verletzung eines right of first refusal das Recht eingeräumt werden, innerhalb einer bestimmten Zeitspanne die Gesellschaftsanteile vom Erwerber zu gleichen Bedingungen kaufen zu können.

¹⁹⁴ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 12, S. 12-3; O'Neal/Thompson, s. Fn 41, § 7.25.

¹⁹⁵ Kaufmann, 'Memorandum of Terms of Venture Capital Financing', in: Mann (Hrsg.), *Venture Capital Financing* (New York, 1990), S. 621, 640; O'Neal/Thompson, s. Fn 41, § 7.05.

¹⁹⁶ Kaufmann, s. Fn 195, S. 621, 640; O'Neal/Thompson, s. Fn 41, § 7.05.

verweigert werden darf. Die Zustimmung darf nur zum Schutz vernünftiger Gesellschaftsinteressen verweigert werden.¹⁹⁷ Den Gründerunternehmern kann das Recht eingeräumt werden, in bestimmten Fällen Gesellschaftsanteile zu einem bestimmten Preis an die Gesellschaft oder andere Gesellschafter zu verkaufen. Auf diesem Weg können sie liquide Mittel erhalten.¹⁹⁸

b) Rights of first refusal

Rights of first refusal verpflichten die Gründerunternehmer, zunächst der Gesellschaft selbst oder den Wagniskapitalgebern ihre Gesellschaftsanteile zum Kauf anzubieten, bevor sie diese an außenstehende Dritte verkaufen dürfen.¹⁹⁹ Ein *right of first refusal* kann das Eindringen unerwünschter Dritter verhindern, ohne den Gründergesellschaftern die Möglichkeit zu nehmen, Liquidität zu erhalten. Für den Fall der Ausübung eines *right of first refusal* wird regelmäßig vorgesehen, daß die Kaufkonditionen denen entsprechen müssen, die den Gründergesellschaftern von außenstehenden Dritten geboten worden sind.²⁰⁰

c) Co-sale agreements

Co-sale agreements oder auch *take-along rights* berechtigen den Wagnisfinanzier, an Verkäufen von Gesellschaftsanteilen der Gründergesellschafter an außenstehende Dritte teilzunehmen.²⁰¹ Den Wagnisfinanziers wird gestattet, einen Teil der Gesellschaftsanteile, die der Gründergesellschafter verkaufen will, durch eigene Gesellschaftsanteile zu ersetzen.²⁰² Quantitativ wird dieses Recht regelmäßig auf den Prozentsatz begrenzt, den die Wagniskapitalgeber im Zeitpunkt des Kaufangebotes bei Umwandlung ihrer *preferred shares* in *common shares* am gesamten *common stock*-Kapital innehaben würden.²⁰³ *Co-sale agreements* werden in Fällen verwendet, in denen die Gründerunternehmer über die Kontrollmehrheit in der Gesellschaft verfügen, da dies die

¹⁹⁷ Haynsworth, s. Fn 154, § 5.04 (b), S. 304.

¹⁹⁸ Damit erhalten die Gründerunternehmer einen „put“.

¹⁹⁹ Haynsworth, s. Fn 154, § 5.04 (b), S. 303.

²⁰⁰ Kaufmann, s. Fn 195, S. 621, 640.

²⁰¹ Testa/Asher/Todd/Hession, s. Fn 151, S. 9, 48; Massey, 'Stock Purchase Agreements', in: Harroch (Hrsg.), *Start-up & Emerging Companies* (New York, N.Y., 1998), § 9.02 (6), § 9.04 (2).

²⁰² Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 224, 225.

Wahrscheinlichkeit von Kaufangeboten Dritter erhöht.²⁰⁴ *Co-sale agreements* schützen die Investoren davor, durch den Ausstieg eines Gründergesellschafters unter den Einfluß eines anderen Investors zu geraten, ohne selbst zumindest die Möglichkeit eines Teilverkaufs zu haben. Das hat besondere Bedeutung angesichts des Umstandes, daß nach einem Kontrollwechsel andere Exitwege wie ein *going public* oder ein *trade sale* verschlossen sein können.²⁰⁵ Für Kontrollmehrheiten werden regelmäßig Aufschläge gezahlt, so daß die Teilnahme an einem solchen Verkauf durchaus eine interessante Ausstiegsmöglichkeit bieten kann.

Co-sale agreements geben den Wagniskapitalgebern zwar die Möglichkeit, an den Verkäufen der Gründerunternehmer teilzunehmen. Sie können das Eindringen außenstehender Investoren jedoch nicht verhindern. Daher werden sie regelmäßig durch *rights of first refusal* ergänzt.²⁰⁶

d) Gemeinsamkeiten

Veräußerungsbeschränkungen sehen grundsätzlich Fristen vor, innerhalb deren die Wagniskapitalgeber Zustimmungen erteilen oder verweigern beziehungsweise ihre Rechte aus *co-sale*- und *rights of first refusal*-Vereinbarungen ausüben müssen. Dem entsprechen Verpflichtungen der Gründerunternehmer, die Wagniskapitalgeber rechtzeitig über geplante Verkäufe, die Verkaufskonditionen und die möglichen Käufer zu informieren.²⁰⁷

Häufig werden auch Übertragungen an bestimmte Personen, wie Familienangehörige der Gründerunternehmer, sowie Veräußerungen in geringem Umfang von den Beschränkungen ausgenommen.²⁰⁸ Schließlich ist regelmäßig das Erlöschen der Übertragungsbeschränkungen spätestens im Zeitpunkt eines IPO vorgesehen. Nach einem IPO verfügen die Investoren über eine Ausstiegsmöglichkeit und können durch Zukäufe weiterer Gesellschaftsanteile am Markt ihre

²⁰³ Massey, s. Fn 201, § 9.02 (6), § 9.04 (1).

²⁰⁴ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 12, S.12-2; Massey, s. Fn 201, § 9.04 1(2).

²⁰⁵ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 12, S.12-2.

²⁰⁶ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 12, S. 12-2; Massey, s. Fn 201, § 9.02 (6), Testa/Asher/Todd/Hession, s. Fn 151, S. 9, 48.

²⁰⁷ Kaufmann, s. Fn 195, S. 621, 642ff.

²⁰⁸ Siehe Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 12, S. 12-6f; Kaufmann, s. Fn 195, S. 621, 640.

Position in der Gesellschaft aufrechterhalten. Eines besonderen Schutzes bedürfen sie dann nicht mehr.

e) Drag-along rights

Drag-along rights oder Mitverkaufspflichten sollen im Gegensatz zu den eigentlichen Übertragungsbeschränkungen nicht den Verbleib der Gründerunternehmer im Beteiligungsunternehmen gewährleisten, sondern den Wagniskapitalgebern eine Handhabe geben, die Gründerunternehmer zum Verkauf ihrer Gesellschaftsanteile an einen Dritten zu veranlassen.²⁰⁹ Die Wagniskapitalgeber verwenden diese Regelung, wenn sie zwar Mehrheitsgesellschafter sind, die Gründergesellschafter aber über Sperrminoritäten verfügen, mit denen sie die Gesellschaft weiterhin unabhängig halten könnten.²¹⁰ Den Gründergesellschaftern könnte z.B. daran gelegen sein, den Verkauf „ihres“ Unternehmens zu verhindern, etwa weil sie sich von einem späteren Verkauf einen größeren Gewinn versprechen oder auch um ihren Arbeitsplatz fürchten.

Drag-along rights werden häufig mit einem *redemption right* des Wagnisfinanziers verbunden, so daß die Gründergesellschafter durch die Androhung der Ausübung des *redemption right* zum Verkauf ihrer Gesellschaftsanteile gezwungen werden können.²¹¹

Die gerichtliche Durchsetzbarkeit von *drag-along rights* ist allerdings bisher ungeklärt.²¹² Daher wird empfohlen, sie sehr sorgfältig auszugestalten. Der deutliche Eingriff in die Gesellschafterstellung der Gründerunternehmer wird im Hinblick darauf z.B. dadurch abgemildert, daß diesen das Recht zugestanden wird, von der Gesellschaft die Beauftragung einer Investmentbank verlangen zu können. Diese kann die Verkaufsmöglichkeiten bewerten und andere Angebote einholen.²¹³

²⁰⁹ Cole/Sokol, s. Fn 120, S. 31, 39.

²¹⁰ Bartlett, s. Fn 121, § 10.15, S. 233.

²¹¹ Bartlett, s. Fn 121, § 10.15, S. 233.

²¹² Bartlett, s. Fn 121, § 10.15, S. 234 verweist darauf, daß bislang ein solcher Fall noch nicht entschieden worden ist. Er nimmt jedoch jedenfalls für das Del.Gen.Corp.Law. die gerichtliche Durchsetzbarkeit an.

²¹³ Bartlett, s. Fn 121, § 10.15, S. 235.

3. Gestaltungen nach deutschem Recht

Nach deutschem Recht kann die Übertragbarkeit von Aktien sowohl auf körperschaftlicher als auch auf rechtsgeschäftlicher Ebene beschränkt werden.

a) Vinkulierung durch Satzungsregelung -- Allgemeines

Für den Sonderfall der Namensaktie (§ 67 Abs. 1 AktG) sieht § 68 Abs. 2 S. 1 AktG mit der Vinkulierung eine Möglichkeit der Übertragungsbeschränkung vor. Vinkulierte Namensaktien können, abweichend vom Grundsatz der freien Verfügbarkeit, nur mit Zustimmung der Gesellschaft rechtsgeschäftlich übertragen werden, wenn dies in der Satzung so festgelegt ist.²¹⁴ Danach können die Stammaktien der Gründerunternehmer durch Vinkulierung in ihrer Übertragbarkeit beschränkt werden. Die Vinkulierung ermöglicht somit sowohl, unerwünschte Verfügungen der Gründerunternehmer zu unterbinden, als auch, das Eindringen unerwünschter neuer Investoren zu verhindern. Ein Aktionär kann allerdings durch die Satzung nicht dazu verpflichtet werden, seine Aktien unter bestimmten Voraussetzungen auf einen anderen Aktionär, die Gesellschaft oder einen Dritten zu übertragen. Eine solche Verpflichtung würde gegen zwingende und insoweit auch abschließende Regelungen über die Rechtsbeziehung der Gesellschaft zu den Gesellschaftern, wie sie in §§ 54, 55 AktG und auch in § 68 Abs. 2 AktG normiert sind, verstoßen.²¹⁵ Folglich können weder Vorkaufs- und Anbieterpflichtungen (*rights of first refusal*) noch Mitnahmerechte (*co-sale agreements*) oder Mitverkaufverpflichtungen (*drag-along rights*) durch die Satzung begründet werden.²¹⁶

aa) Wirkung der Vinkulierung

²¹⁴ Hüffer, s. Fn 23, § 68, Rn 10.

²¹⁵ Siehe dazu eingehend BayObLG, AG 1989, S. 173, 174ff.

²¹⁶ Siehe dazu auch Noack, s. Fn 36, S. 282f; Assmann/Bozenhardt in: Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer, *Übernahmeangebote*, ZGR Sonderheft 9 (Berlin, New York), S.119.

Mit der Vinkulierung wird das dingliche Verfügungsgeschäft dem Erfordernis einer Zustimmung der Gesellschaft unterworfen. Verweigert die Gesellschaft die Zustimmung, so ist das dingliche Verfügungsgeschäft unwirksam. Die Reichweite der Vinkulierung kann aber durch die Satzung beschränkt werden. So kann die Satzung vorsehen, daß die Zustimmung nur aus bestimmten Gründen verweigert werden darf (§ 68 Abs. 2 S. 4 AktG), oder daß von vornherein Übertragungen an bestimmte Personen oder aufgrund bestimmter Kausalabreden der Zustimmung nicht bedürfen.²¹⁷

bb) Zustimmung zur Übertragung

Die Entscheidung über die Zustimmung steht gemäß § 68 Abs. 2 S. 2 AktG grundsätzlich dem Vorstand zu. Die Satzung kann diese Kompetenz jedoch auch dem Aufsichtsrat oder der Hauptversammlung einräumen, § 68 Abs. 2 S. 3 AktG.²¹⁸ Einem einzelnen Aktionär oder einem außenstehenden Dritten kann diese Entscheidung nicht überlassen werden.²¹⁹ Hier würde sich daher anbieten, diese Entscheidung dem Aufsichtsrat zu übertragen. Im Aufsichtsrat läßt sich über die Stimmbindungsvereinbarung zur Wahl der Aufsichtsratsmitglieder eine Majorität für die Wagniskapitalgeber sicherstellen. Eine Übertragung der vinkulierten Stammaktien der Gründerunternehmer ist dann grundsätzlich nicht gegen den Willen der Wagniskapitalgeber möglich. Ist in der Satzung von § 68 Abs. 2 S. 4 AktG kein Gebrauch gemacht worden, so entscheidet das berufene Gesellschaftsorgan nach pflichtgemäßem Ermessen über die Zustimmung. Die Entscheidung muß sich am Wohl der Gesellschaft orientieren und darf die berechtigten Interessen des betroffenen Aktionärs nicht unberücksichtigt lassen.²²⁰ Eine weitergehende Ermessensbeschränkung durch das Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung besteht aber nicht.²²¹

²¹⁷ Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 68, 98ff.

²¹⁸ Für die Abgabe der Erklärung über die Zustimmung oder ihre Verweigerung ist dagegen zwingend der Vorstand zuständig, siehe Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 68 Rn 116.

²¹⁹ Lutter, s. Fn 24, § 68, Rn 26, Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 68 Rn 113, 116.

²²⁰ Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 68, Rn 124; Lutter, s. Fn 24, § 68, Rn 30.

²²¹ Hüffer, s. Fn 23, § 68, Rn 15.

cc) Sicherung der Vinkulierung

Soll sich eine Vinkulierung für die Zwecke der Wagniskapitalgeber eignen, so setzt dies außer der Beherrschung des über die Zustimmung entscheidenden Organs voraus, daß die Vinkulierung nicht ohne deren Zustimmung aufgehoben werden kann. Die Vinkulierung kann grundsätzlich durch einfachen satzungsändernden Beschluß aufgehoben oder gelockert werden.²²² Es ist daher geboten, die Mehrheitsanforderungen für derartige satzungsändernde Beschlüsse zu erhöhen, um die Vinkulierung für die Zwecke der Wagniskapitalgeber zu sichern (§ 179 Abs. 2 S. 2 AktG). Anderenfalls stünde die Vinkulierung zur Disposition der regelmäßig als Mehrheitsaktionäre beteiligten Gründergesellschaften.

b) Schuldrechtliche Veräußerungsbeschränkungen

aa) Verstoß gegen § 137 S.1 BGB

Gegen schuldrechtliche Verpflichtungen der Gründerunternehmer, ihre Anteile nicht oder nicht an bestimmte bzw. nur an bestimmte Personen zu veräußern, könnte zunächst allgemein der Einwand erhoben werden, der Aktionär entäußere sich seiner Verfügungsbefugnis, soweit für den Verstoß gegen diese Verpflichtung eine prohibitiv wirkende Vertragsstrafe festgesetzt ist. Hierin könnte ein Verstoß gegen § 137 S. 1 BGB zu sehen sein. Dieser verbietet den rechtsgeschäftlichen Ausschluß oder auch nur die Beschränkung der Verfügungsbefugnis über ein veräußerliches Recht. § 137 S. 2 BGB stellt jedoch klar, daß schuldrechtliche Verpflichtungen, über ein Recht nicht zu verfügen, zulässig sind. Wird gegen eine solche Verpflichtung verstoßen, begründet dies einen Schadensersatzanspruch. Dieser ist gemäß § 249 S. 1 BGB darauf gerichtet, die Verfügung rückgängig zu machen.²²³ Daneben ist es nach allgemeiner Ansicht zur Absicherung einer solchen

²²² Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 68, Rn 95.

²²³ Palandt/Heinrichs, *BGB* (München, 58. Aufl., 1999), § 137, Rn 6.

Verpflichtung zulässig, eine Vertragsstrafe zu vereinbaren.²²⁴ Deren Zweck wird freilich nur dann erfüllt, wenn ihr angesichts ihrer Höhe abschreckende Wirkung zukommt.

bb) Gefahr des Unterlaufens zwingender Organkompetenzen

Während die herrschende Lehre²²⁵ regelmäßig schuldrechtliche Übertragungsbeschränkungen sowohl gegenüber der Gesellschaft als auch unter den Gesellschaftern als zulässig ansieht, haben *Otto*²²⁶ und auch *Immenga*²²⁷ gegen solche Verpflichtungen der Gesellschaft gegenüber Bedenken erhoben. *Otto*²²⁸ und *Immenga*²²⁹ gründen ihre Bedenken vorwiegend darauf, daß die schuldrechtliche Bindung der Aktionäre dem Vorstand der Gesellschaft die Möglichkeit gebe, in die Zusammensetzung des Aktionärskreises einzugreifen. Er könne durch die „Auswahl“ der Aktionäre seine Position über das vom Aktienrecht als zulässig anerkannte Maß festigen. Dies berge die Gefahr des Unterlaufens der korporationsrechtlich zwingend voneinander abgegrenzten Organkompetenzen von Hauptversammlung und Vorstand in sich, so daß schon aus diesem Grund die Zulässigkeit solcher Vereinbarungen zu verneinen sei.²³⁰

Ein näheres Eingehen auf diese Kontroverse würde über den Rahmen dieser Abhandlung hinausgehen und ist hier auch nicht geboten. Den Interessen der Wagnisfinanziers kann durch allgemein als zulässig anerkannte Vereinbarungen zwischen den Aktionären Rechnung getragen werden. Schuldrechtlich wirkende Vorkaufsrechte, Andienungspflichten, Mitnahmerechte und Mitverkaufsverpflichtungen zugunsten der Wagnisfinanziers lassen sich in schuldrechtlichen Abreden zwischen den Aktionären gestalten. Daß diese schuldrechtlichen Verpflichtungen gegenüber abredewidrigen Verfügungen versagen, kann durch Vertragsstrafen und Hinterlegung der Aktien bei einer Bank oder bei einem Treuhänder verhindert werden.²³¹ Im Gegensatz zu

²²⁴ Staudinger/Kohler, *BGB* (Berlin, 13. Aufl., 1996), § 137, Rn 38.

²²⁵ Lutter, s. Fn 24, § 68, Rn 23; Hefermehl/Bungeroth, s. Fn 25, § 68, Rn69 mwN; Assmann/Bozenhardt, s. Fn 216, S.120; Noack, s. Fn 36, S. 283, 284.

²²⁶ Otto, 'Gebundene Aktien', *AG* 1991, S. 369, 373ff.

²²⁷ Immenga, 'Vertragliche Vinkulierung von Aktien', *AG* 1992, S. 79, 80ff.

²²⁸ Otto, s. Fn 226, S. 373, 374.

²²⁹ Immenga, s. Fn 227, S. 83.

²³⁰ Otto, s. Fn 226, S. 373, 374.

²³¹ Siehe dazu Noack, s. Fn 36, 216ff.

statutarischen Vinkulierungen können diese schuldrechtlichen Vereinbarungen auch nicht gegen den Willen der Wagnisfinanziers aufgehoben werden.

VII. Anspruch auf Börseneinführung

1. Registration rights

Der *Securities Act of 1933* verlangt von Unternehmen, deren Gesellschaftsanteile öffentlich zum Verkauf angeboten werden sollen, eine Registrierung dieser Gesellschaftsanteile bei der *Securities and Exchange Commission (SEC)*.²³² Diese Registrierung kann gemäß § 6 (a) des *Securities Act* nur von der Gesellschaft selbst betrieben werden. Ein einzelner Minderheitsgesellschafter kann daher ohne Zustimmung der Gesellschaft nicht seine Anteile registrieren lassen.²³³ Das *Initial Public Offering (IPO)* ist in den USA der bevorzugte Beteiligungsausstieg. Der Beteiligungsausstieg mittels eines IPO wird in den USA durch den hochentwickelten Aktienmarkt begünstigt. Dies wird überzeugend als ein wesentlicher Grund für den Erfolg des dortigen Venture Capital-Marktes angesehen.²³⁴ Die Wagnisfinanziers lassen sich daher die für eine Registrierung bei der SEC erforderliche Zustimmung der Gesellschaft schon bei der Beteiligungsaufnahme erteilen. Diese Zustimmung wird als *registration right* bezeichnet.

2. Gestaltungsmöglichkeiten im U.S.-amerikanischen Recht

²³² Jones/Cohen/Coppola, 'Going Public', in: Sahlman/Stevenson (Hrsg.), *The Entrepreneurial Venture* (Boston, 1992), S. 394, 401; Sutton/Benedetto, *Initial Public Offering* (Chicago, 1990), S. 41ff.

²³³ Bartlett, s. Fn 121, § 9.3, S. 193.

²³⁴ Black/Gilson, 'Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets', (1998) *Journal of Financial Economics*, S. 243-277.

Je nachdem, ob die Initiative zur Registrierung von den Wagniskapitalgebern oder von der Gesellschaft ausgeht, werden zwei Arten von Registrierungsrechten unterschieden: Im ersten Fall wird von sogenannten *demand registration rights* und im zweiten Fall von sogenannten *piggyback registration rights* gesprochen.

a) Demand registration rights

Demand registration rights geben dem Wagnisfinanzier das Recht, von der Gesellschaft bei der SEC eine Registrierung zu verlangen, die eine von ihm bestimmte Anzahl seiner eigenen Gesellschaftsanteile umfaßt.²³⁵ Um die Gesellschaft vor der damit verbundenen finanziellen Belastung und vor einer Ausübung der *registration rights* zu einem ungünstigen Zeitpunkt zu schützen, unterliegen solche Ansprüche regelmäßig bestimmten Beschränkungen.

Die *demand registration rights* werden regelmäßig, sowohl was ihre Anzahl (regelmäßig nicht mehr als 1--2) und ihren Umfang betrifft, als auch in zeitlicher Hinsicht gewissen Anforderungen unterworfen.²³⁶ Häufig wird vereinbart, daß die Gesellschaft bereits öffentlich gehandelt sein muß. Oder es muß ein festgelegter Zeitpunkt erreicht sein (z.B. vier Jahre nach Beteiligungsaufnahme), um das „demand registration right“ ausüben zu können.²³⁷ Ein Mindestumfang der zu registrierenden Gesellschaftsanteile soll, neben der Reduzierung von Kosten, einen aktiven Handel in den Aktien ermöglichen.²³⁸ Mitunter bedarf die Ausübung von *demand registration rights* auch der Zustimmung eines bestimmten Prozentsatzes aller Stimmen. In bestimmten Fällen können der Gesellschaft auch Verweigerungsrechte zustehen.²³⁹

Uneingeschränkte *demand registration rights* werden kaum gewährt, und damit Registrierungen gegen den Willen der Gesellschaft kaum vorgenommen. Dies ist sinnvoll, weil ein

²³⁵ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 9, S. 9-12; Currie, 'Structure, Terms of Preferred Stock, Stock Purchase Agreement, Due Diligence and Impact of Rule 19c-4', in: Mann (Hrsg.), *Venture Capital Financing 1990* (New York, 1990), S.169, 188; Bartlett, s. Fn 121, § 9.3, S. 194.

²³⁶ Siehe dazu Currie, s. Fn 235, S. 169, 188; Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 9, S. 9-9; Bartlett, s. Fn 121, § 9.4, S.196, 197.

²³⁷ Testa, s. Fn 13, S. 65, 72; Currie, s. Fn 235, S.169, 188.

²³⁸ Bartlett, s. Fn 121, § 9.4, S. 197.

²³⁹ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 9, S. 9-9ff; Currie, s. Fn 238, S. 169, 188.

Börsengang nur Erfolg verspricht, wenn die Mehrheit der Beteiligten hinter diesem Vorhaben steht und zu dessen Erfolg beitragen will.²⁴⁰

b) Piggyback rights

Piggyback rights gewähren dem Wagnisfinanzier das Recht, in einem bestimmten oder bestimmbar Umfang an einer von der Gesellschaft oder einem anderen Gesellschafter initiierten Registrierung teilzunehmen.²⁴¹ *Piggyback rights* werden gewöhnlich unbeschränkt gewährt, da die Gesellschaft ohnehin eine Registrierung durchführt, so daß sie nicht wie die *demand rights* mit zusätzlichen Kosten für die Gesellschaft verbunden sind.²⁴² Regelmäßig kommen *piggyback rights* jedoch dann nicht zum Zuge, wenn Aktien im Rahmen von Arbeitnehmer-Vergütungsplänen ausgegeben worden sind oder zum Zwecke des Erwerbs eines anderen Unternehmens genutzt werden sollen.²⁴³ Weitere Möglichkeiten der Beschränkung von *piggyback rights* werden häufig den Emissionshäusern als sogenannte *cut backs* eingeräumt, um das *going public* nicht durch ein Überangebot zu gefährden.²⁴⁴

c) Milestone statt registration rights

Als Alternative zu *demand registration rights* wird vorgeschlagen, die Möglichkeit eines Börsenexit als *milestone* festzulegen.²⁴⁵ Dies erscheint sinnvoller, als im Voraus Bedingungen für *registration rights* auszuhandeln, die letztendlich von den Wünschen der Emissionshäuser und den Marktbedingungen im Zeitpunkt des geplanten *going public* abhängen. Im übrigen wird es regelmäßig ohnehin auch im Interesse der Gründerunternehmer liegen, ihr Unternehmen an die Börse zu bringen. Daher ist die Übernahme einer Verpflichtung, mit deren Hilfe dieses Ziel erzwungen werden kann, in ihrem Sinn zweifelhaft. Demgegenüber wird bei einer *milestone-*

²⁴⁰ Testa/Asher/Todd/Hession, s. Fn 151, S. 9, 32; Bartlett, a.a.O., § 9.5, S. 194, 195.

²⁴¹ Bagley/Dauchy, s. Fn 12 S. 223; Testa/Asher/Todd/Hession, s. Fn 151, S. 31.

²⁴² Bartlett, s. Fn 121, § 9.3, S. 194; Testa/Asher/Todd/Hession, s. Fn 151, S. 31, 32; Bagley/Dauchy, s. Fn 12 S. 223.

²⁴³ Benton/Gunderson, s. Fn 8, § 9, S. 9-15.

²⁴⁴ Bartlett, s. Fn 121, § 9.4, S. 195, 196; Bagley/Dauchy, s. Fn 12, S. 223.

²⁴⁵ Bartlett, s. Fn 121, § 9.6, S. 200.

Vereinbarung das Management bemüht sein, das Ziel im festgelegten Zeitraum zu erreichen. Schlägt dies fehl, erhält der Wagnisfinanzier als Ausgleich für den verzögerten Liquiditätsrückfluß mehr Gesellschaftsanteile und kann gegebenenfalls das Management mit Personen besetzen, die in der Lage sind, ein *going public* zu ermöglichen.

3. Gestaltungsmöglichkeiten nach deutschem Recht

Ein Anspruch auf Börseneinführung setzt voraus, daß die gesetzlichen Anforderungen an eine Börseneinführung erfüllt werden. Die Wagniskapitalgeber müssen vom zuständigen Gesellschaftsorgan die Erfüllung dieser Voraussetzungen verlangen können.

a) Voraussetzungen für eine Börseneinführung

Die Börseneinführung setzt sowohl für den Amtlichen Handel (§ 42 Abs. 1 BörsG) wie für den Regierten Markt (§ 71 Abs. 1 BörsG) eine Zulassung der zu handelnden Wertpapiere voraus. Für die Zulassung zum Amtlichen Handel sind außer dem Börsengesetz im wesentlichen die Vorschriften der aufgrund des § 38 BörsG erlassenen Börsenzulassungsverordnung einschlägig.²⁴⁶ Hinsichtlich des Zulassungsverfahrens zum Regierten Markt verweisen die Börsenordnungen, soweit sie keine eigene Regelung enthalten, auf das Verfahren für den Amtlichen Handel. Es sind die einschlägigen Vorschriften (§§ 36 ff. BörsG, §§ 48 ff. BörszulVO) anzuwenden.²⁴⁷ Auch in den Handel am Neuen Markt können Aktien nur aufgenommen werden, wenn zuvor die Zulassung zum Regierten Markt erfolgt ist.²⁴⁸ Die damit für alle drei Handelssegmente erforderliche Zulassung hat gemäß § 36 Abs. 2 BörsG i.V.m. § 48 BörsZulVO der Emittent zu beantragen. Emittent ist die

²⁴⁶ Groß, 'Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel mit amtlicher Notierung', *Finanz Betrieb* 1999, S. 32.

²⁴⁷ Schwark, *Börsengesetz* (München, 2. Aufl., 1994), § 71, Rn 10.

²⁴⁸ Ausführlich dazu Plückelmann, s. Fn 64; Benz/Kiwitz, 'Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse-Zulassung und Folgepflichten', *DSiR* 1999, S. 1162, 1166; siehe auch Regelwerk Neuer Markt Abschnitt 2 Punkt 2.3 (1).

jeweilige Aktiengesellschaft. Der Antrag ist durch deren vertretungsberechtigtes Organ, den Vorstand zu stellen.

b) Entscheidung über die Börseneinführung

Die für einen Anspruch auf Börseneinführung erforderliche Vereinbarung mit den Wagniskapitalgebern kann von diesen nur durchgesetzt werden, wenn die Einführung auf Seiten der Gesellschaft vom zuständigen Organ beschlossen worden ist. Die Frage, welchem Organ gesellschaftsintern die Kompetenz zukommt, darüber zu entscheiden, ob eine Börseneinführung vorgenommen werden soll, ist deutlich von der Frage zu trennen, wer den Antrag auf Börsenzulassung zu stellen hat. Letzteres ist eindeutig eine Maßnahme der Geschäftsführung.²⁴⁹ Ist die hier in Rede stehende interne Entscheidung ebenfalls eine bloße Geschäftsführungs- oder Leitungsfrage, so handelt es sich gleichfalls um eine Maßnahme im Kompetenzbereich des Vorstands. Handelte es sich dagegen um eine Grundlagenentscheidung, so wäre diese von der Hauptversammlung zu treffen. Diese Kompetenzfrage ist für das Innenverhältnis der Aktiengesellschaft jedenfalls bisher noch ungeklärt.²⁵⁰ Eine gesetzliche Kompetenzzuweisung, sei es hinsichtlich der Börseneinführung, sei es hinsichtlich des Börsenaustritts, enthält das AktG weder in § 119 Abs. 1 AktG noch an anderer Stelle.²⁵¹ Die Literatur behandelt sowohl die Börseneinführung als auch den Börsenaustritt als grundlegende strukturelle Änderungen der Gesellschaft, was die interne Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung begründen soll.²⁵² Im Hinblick auf ein *going public* wird dies u.a. mit dem Verlust der für eine Nicht-Börsen-Aktiengesellschaft geltenden gesetzlichen Vergünstigungen der sogenannten „kleinen Aktiengesellschaft“, verschärften Publizitätspflichten (z.B. aus § 15 WpHG) und negativen

²⁴⁹ Siehe dazu auch Lutter/Drygala, 'Rechtsfragen beim Gang an die Börse', in: Schmidt/Schwarck (Hrsg.), *Festschrift für Raisch* (Köln, 1995), S. 239, 240ff.

²⁵⁰ Grupp, *Börseneintritt und Börsenaustritt* (Stuttgart, 1995), S.83; siehe auch Vollmer/Grupp, 'Der Schutz der Aktionäre beim Börseneintritt und Börsenaustritt', *ZGR* 1995, S. 459.

²⁵¹ Zum Börsenaustritt (sog. „Going private“) siehe Steck, '„Going private“ über das UmwG', *AG* 1998, S. 460, 461; Grupp, s. Fn 250, S. 83.

²⁵² Lutter/Drygala, s. Fn 249, S. 239, 240f; Vollmer/Grupp, s. Fn 250, S. 459, 466; Grupp, s. Fn 250, S. 149ff; Steck, s. Fn 251, S. 460, 461.

vermögens- und erbschaftsteuerlichen Konsequenzen begründet.²⁵³ Soweit sich diese Ansicht auf das „Holzmüller-Urteil“ stützt, wäre folgerichtig der Vorstand wegen der in diesem Urteil angenommenen „Ermessensreduzierung“ nach § 119 Abs. 2 AktG verpflichtet, einen Vertrag zwischen Gesellschaft und Wagniskapitalgeber, aufgrund dessen die Gesellschaft zum *going public* gezwungen werden kann, der Hauptversammlung zur Zustimmung vorzulegen.²⁵⁴ Ob eine derartige Vereinbarung dann ohne Zustimmung der Hauptversammlung nur interne Konsequenzen hätte und trotzdem wirksam wäre²⁵⁵, mag hier offenbleiben. Jedenfalls ist davon auszugehen, daß sich die Gesellschaft, vertreten durch ihren Vorstand, den Wagniskapitalgebern vertraglich dazu verpflichten kann, auf Verlangen der Wagniskapitalgeber die Börseneinführung zu betreiben, allerdings nur vorbehaltlich der Zustimmung der Hauptversammlung.

c) Stimmbindungsvereinbarung über Börseneinführung

Ob eine Börseneinführung auch ohne einen solchen Vertrag, durch einen schlichten Hauptversammlungsbeschluß erreicht werden könnte, für den sich die Wagniskapitalgeber im Rahmen einer Stimmbindungsvereinbarung die Zustimmung der Gründerunternehmer gesichert haben, ist zweifelhaft. Die Verpflichtung des Vorstands gemäß § 83 Abs. 2 AktG, von der Hauptversammlung beschlossene Maßnahmen auszuführen, setzt voraus, daß die Entscheidung über diese Maßnahme in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fällt. Da das AktG, wie oben bereits festgestellt wurde, insoweit keine gesetzliche Kompetenzzuweisung enthält, wäre entweder die Annahme eines Initiativrechts der Hauptversammlung im Rahmen des § 119 Abs. 2 AktG²⁵⁶ oder aber die Annahme einer gesetzlich nicht normierten Hauptversammlungszuständigkeit²⁵⁷ erforderlich. Gegen beide Annahmen werden erhebliche Bedenken erhoben.²⁵⁸ Ein näheres Eingehen auf diese Frage ist hier nicht möglich und auch nicht notwendig. Fordern die

²⁵³ Vollmer/Grupp, s. Fn 250, S. 459, 461ff.

²⁵⁴ Grupp, s. Fn 250, S. 150; Steck, s. Fn 251, S. 461.

²⁵⁵ Dazu Grupp, s. Fn 250, S. 150.

²⁵⁶ Siehe dazu Martens, *ZHR* 1983, S. 377, 384ff.

²⁵⁷ Geßler, 'Einberufung und ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten', in: Lutter/Mertens/Ulmer (Hrsg.), *Festschrift für Stimpel* (Berlin, New York, 1985), S. 771, 779ff.

Wagnisfinanziers einen Anspruch auf Börseneinführung, so können sie bei Übernahme ihrer Beteiligung eine entsprechende Vereinbarung mit der Gesellschaft, diese vertreten durch den Vorstand, abschließen. Allerdings muß diese Vereinbarung, wie ausgeführt, einen Zustimmungsvorbehalt enthalten. Die Zustimmung der Hauptversammlung kann durch eine Stimmbindung der Gründerunternehmer sichergestellt werden. Im übrigen ist hier auf die Kritik an den *registration rights* in den USA hinzuweisen.²⁵⁹ Sie läßt eine *milestone*-Vereinbarung über ein IPO gegenüber der Begründung eines Anspruchs als vorzugswürdig erscheinen.

VIII. Managementvergütung

1. Allgemeines

Die Vergütungsregelungen für das Management der Beteiligungsunternehmen müssen insbesondere zwei Anforderungen gerecht werden: Sie müssen zum einen den regelmäßig finanzschwachen Unternehmen ermöglichen, qualifiziertes Management zu rekrutieren, ohne dabei ihre Liquidität zu stark zu belasten. Zum anderen soll die Vergütungsregelung dazu beitragen, das Management dazu anzuhalten, sich nach besten Kräften für die Steigerung des Unternehmenswertes einzusetzen.²⁶⁰ Von besonderer Bedeutung ist dies deshalb, weil neben den Gründerunternehmern, die ohnehin wegen ihrer Beteiligung am Unternehmen an einer Steigerung des Unternehmenswertes interessiert sind,²⁶¹ das Management regelmäßig mit weiteren, nicht dem Gründerkreis angehörenden Managern

²⁵⁸ Siehe dazu Mertens in: Zöllner (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz* (Köln u.a., Bd. 2, 2. Aufl., 1988), § 76 Rn 51 mit weiteren Nachweisen.

²⁵⁹ Siehe oben VII. 2. c).

²⁶⁰ Barrall/Epstein, 'Using equity and equity based plans to compensate executives of venture capital companies', in: Mann (Hrsg.), *Venture Capital 1991* (New York, NY 1991), S. 321, 322; Fackler/Frank, 'Employee Benefit Plans', in: Harroch (Hrsg.), *Start-up & Emerging Companies* (New York, N.Y., 1998), § 14.02(1), siehe zur Anreizwirkung von Aktien und Aktienoptionen auch Baums, s. Fn 116, S. 1, 6ff; Kohler, 'Beteiligung von Führungskräften am AG-Kapital', *ZHR* 1997, S. 246, 254ff.

²⁶¹ Jedoch bestehen zwischen den Gründerunternehmern und Managern, die nur an einem einzigen Unternehmen beteiligt sind, und den regelmäßig diversifizierten, institutionellen Investoren auch weiterhin Interessendivergenzen, siehe dazu Baums, s. Fn 116, S. 1, 7 in Fn 23 mit weiteren Nachweisen.

ergänzt wird. Diesen Anforderungen kann ein Vergütungssystem entsprechen, das bei bewußt gemäßigter Barentlohnung im wesentlichen eine sofortige oder spätere Beteiligung am Gesellschaftskapital gewährt und sich insoweit an der Wertentwicklung des Beteiligungsunternehmens orientiert.²⁶² Typischerweise wird vereinbart, daß die zusätzliche Vergütung z.B. vom Erreichen einer bestimmten Aktienrendite im Vergleich zum Branchendurchschnitt (*target*) und dem Verbleib des jeweiligen Managers im Unternehmen für eine bestimmte Dauer (*golden handcuff*) abhängt.

2. Gestaltungen in den USA

a) Allgemeines; vertragliche Vereinbarungen

Die Managementvergütung wird in den USA üblicherweise mittels sogenannter *stock purchase plans*, *stock options*, *stock appreciation rights (SARs)* und *phantom stock plans* an der Entwicklung des Unternehmenswertes orientiert.²⁶³ Während die beiden erstgenannten Vergütungssysteme auf eine tatsächliche sofortige oder auch spätere Beteiligung des Managements am Unternehmen angelegt sind, lassen SARs und *phantom stock* die Manager mittels schuldrechtlicher Vereinbarungen an der Wertsteigerung des Unternehmens teilnehmen. *Phantom stock plans* gewähren den Managern hypothetische Gesellschaftsanteile, die tatsächlich nur in Buchpositionen bestehen. *Phantom stock* gibt den Managern zu einem künftigen Zeitpunkt einen Anspruch auf Barauszahlung der während der Laufzeit des Plans mit den tatsächlichen Gesellschaftsanteilen erzielten Rendite.²⁶⁴ Bei den SARs ist der Auszahlungsanspruch auf die Wertsteigerung einer bestimmten Anzahl von Aktien begrenzt.²⁶⁵ Ob *phantom stock* und SARs als Vergütung des

²⁶² Siehe dazu Petillion/Hull, s. Fn 108, § 8.01; Barrall/Epstein, s. Fn 260, S. 323; Aufmuth, 'Negotiating the executive compensation package', in: *Venture Capital 1989* (New York, 1989), S. 121ff.

²⁶³ Ausführlichere Darstellung der einzelnen Systeme bei Möller, s. Fn 9.

²⁶⁴ Petillion/Hull, s. Fn 108, § 8.05; Merkt, s. Fn 106, Rn 522.

²⁶⁵ Aufmuth, s. Fn 262, S. 431, 452; Merkt, s. Fn 106, Rn 522.

Managements von Start-up Unternehmen geeignet sind, ist fraglich, da beide Vergütungssysteme zu einem Liquiditätsabfluß führen.

b) Stock purchase und stock option plans

Beide Nachteile können mit *stock purchase plans* oder *stock option plans* vermieden werden. Soweit die Manager für die Gesellschaftsanteile, die sie im Rahmen dieser Vergütungssysteme erhalten, etwas bezahlen, fließt dem Unternehmen sogar weitere Liquidität zu. Im Rahmen von *stock purchase plans* werden dem Management Gesellschaftsanteile mit einem erheblichen Abschlag von ihrem tatsächlichen Wert zum Kauf angeboten. Die *stock option plans* gewähren dem Management das Recht, über einen bestimmten Zeitraum Gesellschaftsanteile zu einem festgelegten Preis zu kaufen.²⁶⁶ Die sich aus diesen Vergütungssystemen ergebenden Verpflichtungen, den hierzu berechtigten Managern Gesellschaftsanteile zu verschaffen, kann die Gesellschaft mit Hilfe von *authorized but unissued shares* oder *treasury shares* erfüllen.²⁶⁷ Sowohl die *stock purchase plans* als auch die *stock option plans* sehen sogenannte *vesting schedules* vor, nach denen die Arbeitnehmer zur Rückübertragung der Gesellschaftsanteile oder auch der Optionen verpflichtet sind, wenn sie das Unternehmen vorzeitig verlassen. Diese Verpflichtungen zur Rückübertragung erlöschen sukzessiv im Laufe der sogenannten *vesting period*. Erst nach deren Ablauf wird der Arbeitnehmer Inhaber der Gesellschaftsanteile.²⁶⁸

3. Gestaltungen in Deutschland

²⁶⁶ Kraus, *Executive Stock Options and Stock Appreciation Rights* (New York, 1998), § 2.01(1)(a).

²⁶⁷ Siehe Merkt, s. Fn 106, Rn 374.

²⁶⁸ Aufmuth, s. Fn 262, S. 431, 443.

a) Schuldrechtliche Vergütungsregelungen

Auch in Deutschland sind schuldrechtliche Vergütungsregelungen, wie SARs und Phantom-Aktien, ohne weiteres möglich.²⁶⁹ Gegen die Verwendung dieser schuldrechtlichen Vergütungssysteme bei Venture Capital-Finanzierungen spricht auch hier deren negative Auswirkung auf die Liquiditätslage des Beteiligungsunternehmens.

Im folgenden werden daher nur Aktienoptionen für das Management behandelt. Die Aktienoptionen sind der Übertragung einer bestimmten Anzahl von Aktien vorzuziehen, da sich mit ihnen die gewünschten Anreizwirkungen noch verstärken lassen, und ihre Auswirkungen auf die Liquidität der Manager günstiger sind.²⁷⁰

b) Aktienoptionen

Die bei Ausübung von Aktienoptionen erforderlichen Aktien kann sich die Gesellschaft auf zwei Wegen beschaffen: Entweder kauft sie bereits ausgegebene Aktien am Markt zurück oder sie gibt junge Aktien im Wege der Kapitalerhöhung aus.

aa) Rückkauf eigener Aktien

Dem Rückkauf eigener Aktien steht zunächst ein faktisches Problem im Wege: Für Aktien von Unternehmen in der Start-up Phase, die sich regelmäßig allein in den Händen der Gründerunternehmer und der Wagnisfinanziers befinden, gibt es noch keinen Markt. Die Gründerunternehmer als Vorstandsangehörige sollen ja gerade weitere Aktien erhalten, und ein Rückzug der Wagnisfinanziers, deren Kapital und Know-How benötigt wird, ist regelmäßig auch nicht erwünscht. Überdies ist ein Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft nur in den Fällen des § 71 Abs. 1 AktG ausnahmsweise und nur in beschränktem Umfang zugelassen. Die Bedienung von Aktienoptionen von Vorstandsmitgliedern war dort bis 1998 nicht als zulässiger Erwerbsgrund

²⁶⁹ Baums, s. Fn 116, S. 1, 6 mit weiteren Nachweisen in Fn 21, 22.

²⁷⁰ Baums, s. Fn 116, S. 1, 6ff mit einem Vergleich der Vergütung durch Einräumung von Aktien und Aktienoptionen.

vorgesehen.²⁷¹ Das KonTraG hat § 71 Abs. 1 AktG indessen um die Nr. 8 erweitert, die den Rückkauf eigener Aktien bis zu einer Höchstgrenze von 10 % des Grundkapitals ohne gesetzliche Zweckvorgabe erlaubt, soweit der Vorstand dazu durch einen Hauptversammlungsbeschluß ermächtigt wurde. Diese Ermächtigung des Vorstands muß auf 18 Monate befristet sein. Befristung bedeutet hier lediglich, daß die Aktien innerhalb dieser Frist erworben sein müssen. Die Aktien können dann ohne zeitliche Begrenzung gehalten werden.²⁷² Ein Nachteil der Bedienung von Aktienoptionen durch Aktienrückkäufe ist jedoch, daß dies zu langfristigen Kapitalbindungen und damit zu Zinsverlusten führt.²⁷³ Außerdem ist zumindest für Start-up Unternehmen am faktischen Hindernis eines fehlenden Marktes nichts zu ändern. Deshalb ist der Erwerbs eigener Aktien zwecks Bedienung von Aktienoptionen jedenfalls für Venture Capital-Unternehmen wenig geeignet.

bb) Schaffung junger Aktien

Eine Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§§ 182 ff. AktG), um Aktienoptionen zu bedienen, scheidet von vornherein aus. Eine Erhöhung durch genehmigtes Kapital (§§ 202 ff. AktG) ist zwar möglich, aber unpraktikabel.²⁷⁴ Das praxisbewährte Mittel ist das bedingte Kapital (§§ 192 ff. AktG). Bis zum Inkrafttreten des KonTraG mußte freilich eine Hilfskonstruktion benutzt werden, da die in § 192 Abs. 2 AktG a.F. abschließend genannten Zwecke²⁷⁵ die Bedienung von Aktienoptionen an Vorstandsmitglieder nicht vorsahen. Um dem Hindernis auszuweichen, wurde der Weg über §§ 192 Abs. 2 Nr. 1, 221 Abs. 1 AktG eingeschlagen: Den Vorstandsmitgliedern mußten zunächst Gläubigerrechte in Form von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen eingeräumt werden, an

²⁷¹ Dies gilt auch für die in Nr. 2 vorgesehene Ausnahme, da Vorstandsmitglieder als Organmitglieder nicht von dieser Ausnahme erfaßt werden, Baums, s. Fn 116, S. 1, 33; Hüffer, 'Aktienbezugsrechte als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Mitarbeitern-gesellschaftsrechtliche Analyse', *ZHR* 1997, S. 214, 220.

²⁷² Seibert, *Stock Options für Führungskräfte*, in: *Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme* (Stuttgart, 1998), S. 29, 34.

²⁷³ Claussen, 'Aktienreform 1997', *AG* 1996, S. 481, 491, ebenso Seibert, s. Fn 272, S. 29, 34.

²⁷⁴ Baums, s. Fn 116, S. 1, 34f.

²⁷⁵ Str., die Zulässigkeit weiterer Zwecke, wie z.B. die Schaffung bedingten Kapitals zur Bedienung von naked warrants wird bejaht von Claussen, *Bank- und Börsenrecht* (1996), § 9 Rn 183; Karollus in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. IV., 1. Aufl., 1993), § 221, Rn 28, 29; Steiner, *WM* 1990, S. 1776;

die Bezugsrechte auf junge Aktien gekoppelt waren.²⁷⁶ Das KonTraG sieht nunmehr in § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG n.F. die Möglichkeit vor, eine bedingte Kapitalerhöhung zum Zwecke der Bedienung von schlichten Bezugsrechten (*naked warrants*) durchzuführen. Begünstigte können Vorstandsmitglieder und Geschäftsführer sein.²⁷⁷ Der Umweg über § 192 Abs. 2 Nr.1 AktG braucht also nicht mehr genommen zu werden.

IX. Schlußbemerkung

Die Studie hat gezeigt, daß sich das U.S. amerikanische Venture Capital-Modell auch nach deutschem Aktienrecht nachbilden läßt. Allerdings müssen in mehreren Punkten Alternativen und Ersatzlösungen gewählt werden. Sie lassen die Gestaltung insgesamt aufwendiger als ihr amerikanisches Vorbild erscheinen. Insbesondere gestattet das *board*-System den Gesellschaftern einen direkteren Zugriff auf die Geschäftsleitung, als dies die dualistische Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft zuläßt. Dem kommt gerade bei noch kleinen, geschlossenen Gesellschaften erhebliche Bedeutung zu. Jedoch können diese Nachteile einer für Gesellschaften mit einer Vielzahl von Anlegern konzipierten starren Verfassung weitgehend durch ergänzende schuldrechtliche Vereinbarungen und Stimmbindungen zwischen den Aktionären ausgeglichen werden.

Die bislang zu beobachtende Zurückhaltung bei der Wahl der Aktiengesellschaft als Rechtsform für Wagniskapitalunternehmen ist sicher auch damit zu begründen, daß dem IPO in Deutschland, anders als in den USA, noch nicht die Bedeutung als vorrangigem Weg für den Ausstieg aus der Beteiligung zukommt. Vordem konnte hierfür vor allem das Fehlen eines geeigneten Börsensegments verantwortlich gemacht werden. Dieser Grund ist jedoch seit der Einrichtung des Neuen Marktes entfallen, der sich denn auch seither gerade für

dagegen Lutter, s. Fn 113, § 221, Rn 185; Bungereth, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (München, Bd. IV., 1. Aufl, 1993), § 192, Rn 28, 29; Martens, AG 1996, S. 346.

²⁷⁶ Baums, s. Fn 116, S. 1, 35ff; Hüffer, s. Fn 271, S. 214, 222.

²⁷⁷ Seibert, s. Fn 272, S. 31, 37.

wagniskapitalfinanzierte Unternehmen als außerordentlich wichtige Quelle für Anschluß- und Wachstumsfinanzierungen erwiesen hat. Während andere Wege des Ausstiegs aus einer Beteiligung (Verkauf an ein Unternehmen oder andere Investoren, Management Buy In oder Buy Out) sich auch mit den flexibleren Rechtsformen der Personengesellschaft oder GmbH verwirklichen lassen, erfordert ein IPO als die das Wagniskapitalgeschäft maßgeblich antreibende Kraft die Aktiengesellschaft als Rechtsform für das Beteiligungsunternehmen. Gewiß läßt sich mehr oder weniger zeitgleich mit dem IPO eine Umwandlung einer GmbH oder Personengesellschaft in eine Aktiengesellschaft beschließen. Dies wird aber vom Kapitalmarkt nicht als gleichwertige Alternative bewertet. Es bleibt deshalb zu wünschen, daß das Aktienrecht der noch nicht börsengehandelten Aktiengesellschaft weiter dereguliert und den Bedürfnissen der Marktteilnehmer weiter angepaßt wird.